

内容目录

一、投资机会：长期信用债如何配置更有性价比	- 4 -
1、量的角度：存量占比较低但供给持续增加，未来供给或将稳中有升	- 4 -
2、价的角度：处于历史低位但存在绝对收益	- 12 -
3、量价结合：信用下沉策略和拉长期限策略的对比	- 13 -
二、投资机会：长期信用债成交热度升温，近期流动性明显提升	- 14 -
1、长期信用债近期成交规模大幅上升，流动性得到显著改善	- 14 -
2、高资质主体发行的成交活跃超长期信用债可以参与构建哑铃型结构	- 17 -
三、投资风险：利率低位下投资长期信用债需谨慎	- 18 -
1、长端信用债和利率债的收益率相关性强于短端信用债	- 18 -
2、期限利差压缩的历史经验难以借鉴	- 19 -
3、留意长期信用债的发债主体信用资质变化	- 19 -
四、持有期收益测算与机构配置建议	- 20 -
1、持有期收益测算	- 20 -
2、机构配置建议	- 21 -
五、总结	- 22 -

图表目录

图表 1：长期信用债存量整体占比较低	- 4 -
图表 2：长期信用债信用评级较高，多为无担保不含权的公募债（亿元）	- 5 -
图表 3：占比前三的省级行政单位为广东省、福建省和陕西省（亿元、%）	- 6 -
图表 4：占比前三的行业为产业控股、金融控股和有色金属（亿元、%）	- 6 -
图表 5：存量长期信用债的企业分布头部效应明显（亿元、%）	- 7 -
图表 6：长期信用债发行占比创新高（亿元、%）	- 7 -
图表 7：2023 年以来长期信用债发行结构出现变化（亿元）	- 9 -
图表 8：长期信用债发行成本处于低位，认购热度呈上升趋势（%）	- 10 -
图表 9：长期信用债一级认购倍数多位于 1-1.7 倍之间	- 10 -
图表 10：二级市场上多类机构对长期信用债的净买入额创新高（亿元）	- 11 -
图表 11：今年第二季度长期信用债行权到期规模显著上升（亿元）	- 12 -
图表 12：长期产业债存在绝对收益（bp）	- 12 -
图表 13：长期城投债存在绝对收益（bp）	- 12 -
图表 14：长期信用债的估值收益率分布集中在 2.75% 以上（%）	- 13 -
图表 15：信用债高估值成交占比 2024 年来略有上升（%）	- 13 -
图表 16：长期信用债高估值成交占比低于信用债总体（%）	- 13 -
图表 17：7-10 年期 AAA 级长期信用债最具性价比（亿元、%）	- 14 -
图表 18：信用债总体成交规模较为稳定（亿元）	- 15 -
图表 19：长期信用债成交规模大幅上升（亿元）	- 15 -
图表 20：2024 年 3 月长期信用债换手率逼近信用债总体（%）	- 15 -
图表 21：长期信用债加权成交年限逐渐拉长（年）	- 16 -
图表 22：超长期信用债换手率飙升（%）	- 16 -
图表 23：长期产业债成交活跃度反超长期城投债（亿元、%）	- 17 -
图表 24：今年来长期信用债成交最活跃的主体为诚通控股（年、%）	- 18 -
图表 25：与中短期信用债相比，长期信用债与利率债的收益率相关性更强	- 19 -
图表 26：前三次期限利差急剧压缩阶段均发生在熊市环境（bp、%）	- 19 -
图表 27：发行人主体资质下降情况随时间拉长有所提升	- 20 -
图表 28：超长期信用债持有期限上升至 1 年基本能够覆盖亏损	- 21 -
图表 29：超长信用债在收益率上行时表现优于地方政府债	- 21 -

低利率债市环境下，2024 年初以来长期限信用债发行热度高涨。3 月 12 日 20 年期城投债“24 杭城投 MTN003B”和 3 月 15 日 30 年期产业债“24 诚通控股 MTN009B”成功发行，作为极其罕见的超长期限信用债，引发市场广泛关注。在未来利率走势尚不明晰的前提下，长期限信用债能否成为“长虹”品种？下文分别从投资机会和投资风险两个角度对长期限信用债进行分析，并给出相应配置建议，以供投资者参考。

一、投资机会：长期限信用债如何配置更有性价比

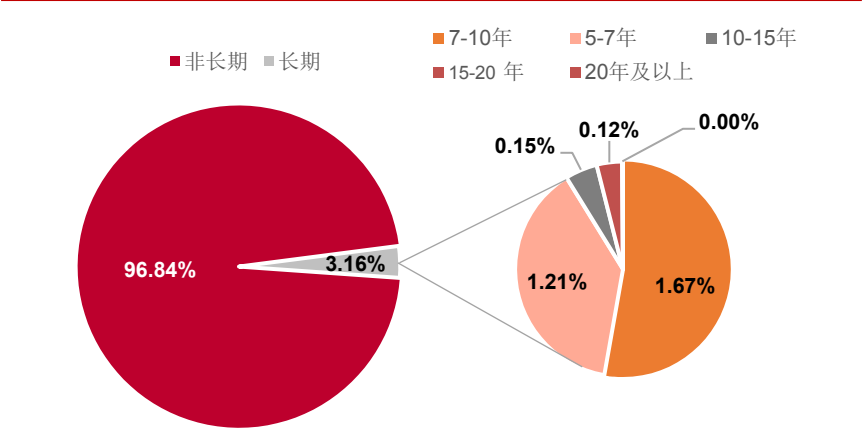
本文将剩余期限在 5 年及以上的非金信用债（企业债、公司债、中期票据、定向工具）定义为长期限信用债，其中剩余期限（行权剩余期限）10 年及以上的非金信用债为超长期限信用债。长期限信用债的特征在 2024 年出现了明显变化，由此衍生出的投资机会值得市场关注。本文第一部分主要从长期限信用债的存量和收益率的双重视角探讨了两个问题：一是为什么要配置长期限信用债，长期限信用债在目前债市上有哪些优势。二是具体配置什么期限什么隐含评级的长期限信用债会更有性价比。

1、量的角度：存量占比较低但供给持续增加，未来供给或将稳中有升

■ 长期限信用债整体存量不占优势

存量长期限信用债规模在信用债中占比较低，整体存量不占优势。截至 2024 年一季度末，信用债存量规模共 27.33 万亿元，其中长期限信用债存量规模为 0.86 万亿元，占比 3.16%，而超长期限信用债则更为小众，仅占 0.28%。具体来看，长期限信用债中主要为期限区间在 7-10 年和 5-7 年的信用债，分别占比 1.67%和 1.21%，二者之和涵盖了 91.14%的长期限信用债。

图表 1：长期限信用债存量整体占比较低



来源：WIND，
注：信用债存量数据截至 2024 年第一季度末，期限区间左闭右开。（下同）

长期限信用债的存量结构具有信用中枢较高、多为无担保不含权公募债的分布特征。隐含评级上，AAA-及以上的存量长期限信用债占总信用债的比例过半，为 54.77%，AA(2)及以上占比 93.15%，其中 7-10 年期的 AAA 信用债领跑市场，存量规模 0.25 万亿元，占比达到 31.10%。**发债**

主体类型和评级上，由资质稳健的产业类企业发行的长期限信用债存量较多，占比为 54.8%，略高于城投类企业的 45.2%，主体评级为 AA 及以上存量长期限信用债占总信用债的 99.34%，几乎涵盖了市场上所有存量长期限信用债，其中 7-10 年期的 AAA 产业债是贡献主力，占比 33.86%。**发行特征上**，长期限信用债发行时多选择公募、不含权和无担保的发行方式，其中不含权无担保的公募债存量规模为 0.63 万亿元，占比 72.91%。

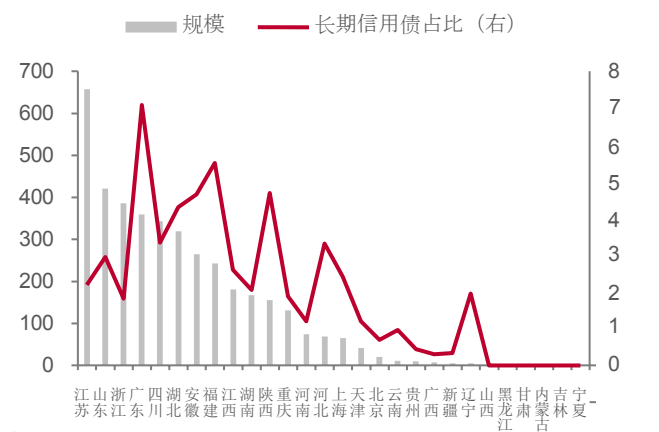
图表 2：长期限信用债信用评级较高，多为无担保不含权的公募债（亿元）

期限	存量规模 隐含评级						存量规模占比 隐含评级					
	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)	AAA+	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)
5-7年	40.00	1072.00	142.00	302.00	605.48	758.47	0.50%	13.33%	1.77%	3.76%	7.53%	9.43%
7-10年	37.00	2501.00	119.50	1376.80	0.00	0.00	0.46%	31.10%	5.59%	17.12%	0.00%	0.00%
10-15年	0.00	198.00	40.00	181.00	0.00	0.00	0.00%	2.46%	0.50%	2.25%	0.00%	0.00%
15-20年	83.00	166.00	0.00	80.00	0.00	0.00	1.03%	2.06%	0.00%	0.99%	0.00%	0.00%
20年及以上	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	0.00%
期限	城投			产业			城投			产业		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
5-7年	812.00	446.60	920.12	932.68	135.28	14.70	9.47%	5.21%	10.73%	10.88%	1.58%	0.17%
7-10年	1602.80	0.00	0.00	2904.10	50.00	0.00	18.69%	0.00%	0.00%	33.86%	0.58%	0.00%
10-15年	82.00	0.00	0.00	337.00	0.00	0.00	0.96%	0.00%	0.00%	3.93%	0.00%	0.00%
15-20年	13.00	0.00	0.00	316.00	0.00	0.00	0.15%	0.00%	0.00%	3.68%	0.00%	0.00%
20年及以上	0.00	0.00	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	0.00%
期限	发行方式		是否含权债		有无担保		发行方式		是否含权债		有无担保	
	公募	私募	含权	不含权	有担保	无担保	公募	私募	含权	不含权	有担保	无担保
5-7年	3203.25	115.33	1773.81	1544.77	1246.41	2072.17	37.10%	1.34%	20.55%	17.89%	14.44%	24.00%
7-10年	4407.30	149.60	123.60	4433.30	161.00	4395.90	51.05%	1.73%	1.43%	51.35%	1.86%	50.92%
10-15年	419.00	0.00	0.00	419.00	0.00	419.00	4.85%	0.00%	0.00%	4.85%	0.00%	4.85%
15-20年	329.00	0.00	0.00	329.00	0.00	329.00	3.81%	0.00%	0.00%	3.81%	0.00%	3.81%
20年及以上	10.00	0.00	0.00	10.00	0.00	10.00	0.12%	0.00%	0.00%	0.12%	0.00%	0.12%

来源：WIND，

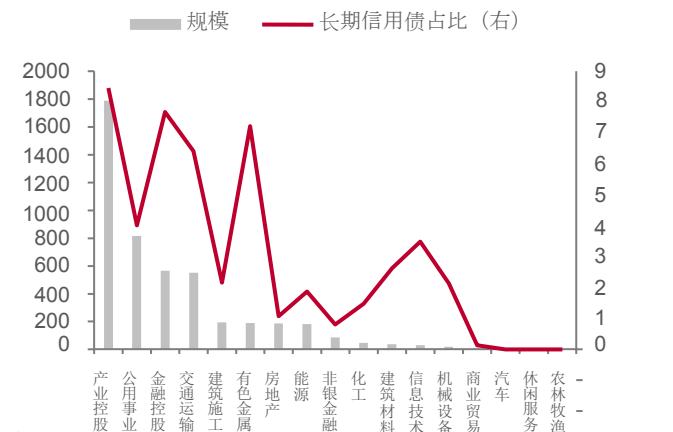
聚焦于城投债，江苏省的存量长期限信用债规模远超其他省级行政单位，为 657.4 亿元，其次为山东省 420.7 亿元和浙江省 385.97 亿元，但长期限信用债在整体信用债中的占比不高，仅为 2.19%、2.95%和 1.82%，排名位于整体的中下游，分别为第 11、8 和 15，占比最高的省级行政单位为规模排名第四的广东省，7.08%为长期限信用债，山西、黑龙江、甘肃、内蒙古、吉林和宁夏等六个省级行政单位目前无存量长期限信用债。**聚焦于产业债**，产业控股行业的长期限信用债的规模和占比在所有行业中均为第一，为 1788.20 亿元和 8.45%，占比排名第二和第三的行业为金融控股和有色金属，占比分别为 7.68%和 7.22%，汽车、休闲服务和农林牧渔业无存量长期限信用债。

图表 3：占比前三的省级行政单位为广东省、福建省和陕西省（亿元、%）



来源：WIND，

图表 4：占比前三的行业为产业控股、金融控股和有色金属（亿元、%）



来源：WIND，

存量规模上，长长期信用债的企业分布头部效应明显，排名前三十的企业总存量规模为 0.44 万亿元，占全部长长期信用债的比重超过一半，为 51.08%。前五大企业的存量规模均超 200 亿元，其中,位于首位的中国诚通控股集团有限公司是贡献主力，存量规模突破 500 亿，市场比重达到 6.14%。**期限分布上，与长长期信用债整体分布特征相同，**集中分布在 7-10 年期，超长长期信用债对发债主体资质要求高，具有 10 年期及以上存量信用债的主体评级均为 AAA，而诚通控股是头部企业中唯一发行 20 年及以上期限超长信用债的主体。**企业特征上，头部企业多为资质优秀的产业类大型央国企，**仅有 9 家城投公司，且多为从事高速公路、交通轨道建设等需要募集长周期项目资金的主体，因此适宜发行长长期信用债以匹配资金周期。

图表 5：存量长期信用债的企业分布头部效应明显（亿元、%）

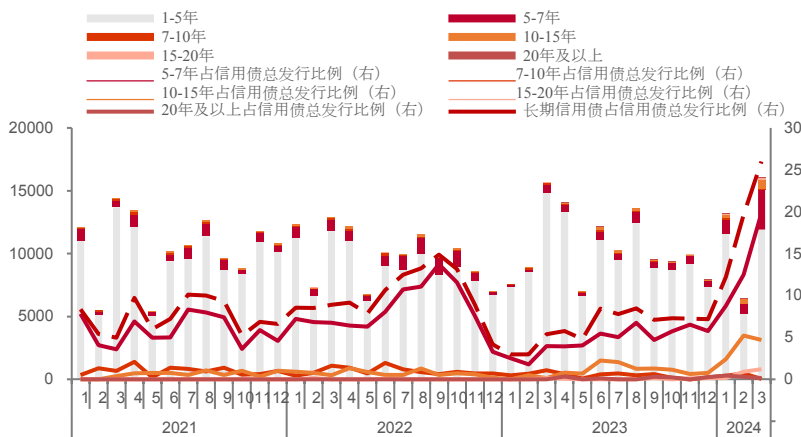
企业名称				长期信用债存量规模分布					长期信用债 占主体存 占全部长期		
中国诚通控股集团有限公司	产业	央企	产业控股	0.00	290.00	150.00	80.00	10.00	530.00	30.62	6.14
深圳市地铁集团有限公司	城投	地市级	广东省	17.00	234.00	64.00	0.00	0.00	315.00	33.23	3.65
北京国有资本运营管理有限公司	产业	地方国企	产业控股	20.00	170.00	35.00	10.00	0.00	235.00	38.96	2.72
中国中信集团有限公司	产业	央企	金融控股	0.00	143.00	25.00	50.00	0.00	218.00	72.67	2.53
中国国新控股有限责任公司	产业	央企	产业控股	72.00	108.00	10.00	15.00	0.00	205.00	13.79	2.37
中国中信有限公司	产业	央企	金融控股	72.00	20.00	18.00	78.00	0.00	188.00	64.83	2.18
山东高速集团有限公司	城投	省级	山东省	75.00	90.00	5.00	10.00	0.00	180.00	13.00	2.08
国家开发投资集团有限公司	产业	央企	产业控股	75.00	100.00	0.00	0.00	0.00	175.00	39.33	2.03
福建省高速公路集团有限公司	城投	省级	福建省	63.00	100.00	0.00	0.00	0.00	163.00	57.60	1.89
福建省投资开发集团有限责任公司	产业	地方国企	产业控股	55.00	91.00	15.00	0.00	0.00	161.00	39.95	1.86
中国长江三峡集团有限公司	产业	央企	公用事业	40.00	37.00	0.00	83.00	0.00	160.00	20.25	1.85
中国铝业集团有限公司	产业	央企	有色金属	5.00	149.00	0.00	0.00	0.00	154.00	43.50	1.78
中国华能集团有限公司	产业	央企	公用事业	107.00	44.00	0.00	0.00	0.00	151.00	17.81	1.75
华夏幸福基业股份有限公司	产业	民营企业	房地产	140.30	0.00	0.00	0.00	0.00	140.30	45.18	1.63
华能国际电力股份有限公司	产业	央企	公用事业	23.00	108.00	0.00	0.00	0.00	131.00	16.25	1.52
四川发展(控股)有限责任公司	城投	省级	四川省	90.00	33.00	0.00	0.00	0.00	123.00	26.25	1.42
广州越秀集团股份有限公司	产业	地方国企	产业控股	0.00	111.00	0.00	0.00	0.00	111.00	21.70	1.29
广东省高速公路有限公司	产业	地方国企	交通运输	20.00	55.00	20.00	0.00	0.00	95.00	61.29	1.10
河南交通投资集团有限公司	产业	地方国企	交通运输	0.00	91.00	0.00	0.00	0.00	91.00	10.98	1.05
广东省路桥建设发展有限公司	产业	地方国企	交通运输	20.00	70.00	0.00	0.00	0.00	90.00	74.81	1.04
兖矿能源集团股份有限公司	产业	地方国企	能源	20.00	70.00	0.00	0.00	0.00	90.00	22.78	1.04
无锡市交通产业集团有限公司	城投	地市级	江苏省	0.00	88.20	0.00	0.00	0.00	88.20	50.54	1.02
陕西交通控股集团有限公司	城投	省级	陕西省	15.00	70.00	0.00	0.00	0.00	85.00	24.80	0.98
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	城投	地市级	安徽省	65.00	20.00	0.00	0.00	0.00	85.00	32.60	0.98
电力建设股份有限公司	产业	央企	建筑施工	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00	80.00	20.94	0.93
中国光大集团股份公司	产业	央企	金融控股	0.00	80.00	0.00	0.00	0.00	80.00	13.84	0.93
集团股份有限公	产业	央企	非银金融	0.00	75.50	0.00	0.00	0.00	75.50	29.15	0.87
司	城投	省级	江西省	0.00	71.00	0.00	0.00	0.00	71.00	9.09	0.82
江西省交通投资集团有限责任公司	产业	地方国企	交通运输	38.00	32.00	0.00	0.00	0.00	70.00	21.21	0.81
安徽省交通控股集团有限公司	城投	省级	湖北省	10.00	59.00	0.00	0.00	0.00	69.00	9.14	0.80
湖北交通投资集团有限公司											
合计										51.08	

来源：WIND，

■ 今年来长期信用债供给持续增加

2024 年第一季度长期信用债发行速度加快，在信用债总体中比重创新高。2023 年长期信用债逐月发行量在总体信用债中的占比整体呈缓慢增长趋势，2024 年第一季度延续了这一增长趋势，但同时发行速度明显加快。1 月份长期信用债发行量 0.16 万亿元，占比继 2022 年 10 月份以来首次突破 10%，3 月份发行量攀升至 0.42 万亿元，在信用债总发行量中占比超四分之一，第一季度整体发行量为 0.71 万亿元，较上季度增幅明显，几乎逼近 2023 年全年发行总量 0.81 万亿元。**放宽期限观察超长期信用债**，今年第一季度发行量攀升至 0.18 万亿元，已经超过去年全年的 0.14 万亿元。

图表 6：长期信用债发行占比创新高（亿元、%）



来源：WIND，

注：信用债发行数据截至 2024 年第一季度末，期限区间左闭右开。（下同）

回顾长期信用债自 2021 年以来的发行结构，可以发现分布特征的一些变化，2023 年以来尤其明显。发行期限上，10 年以上超长信用债占比逐渐提升，2023 年第二季度后一直维持在 15% 以上，相较 2021 年第一季度的 3% 有大幅提升，平均发行期限也有所拉长，自 2023 年第二季度突破 6 年后稳定在 6 年以上，且 2024 年第一季度较上季度略有上升。

券种类型上，中期票据和公司债取代企业债成为更多发行人的选择。2023 年以来，长期信用债中企业债的比重逐渐收缩，从 2023 年第一季度的 38% 缩减至 2024 年第一季度的 3%。而公司债和中期票据的比重呈现波动上升趋势，分别从 20% 和 38% 上升至 38% 和 56%。定向工具则一直为小众选择，规模占比均在 5% 以下。

主体类型上，从城投类主体向产业类主体转移。2021 年第一季度，长期信用债绝大多数为城投债，产业债仅占一成多，之后长期信用债在波动中由城投债向产业债转移，2023 年第四季度产业债比重达到最大，为 60%，下一季度略有下降，仍然维持在近一半的比重。

主体评级上，对发行人的资质要求整体提高，但 2024 年有所下降。信用评级为 AAA 的长期信用债发行主体占据绝对优势，且比重整体呈上升趋势，在 2023 年第一季度出现短暂下行后，第四季度增至 87% 的最高点，但 2024 年第一季度回落至 74%。

隐含评级上，分布较为分散，2024 年整体评级有所下降。长期信用债的隐含评级分布特征不明显，多集中在 AAA 和 AA+ 这两个评级，整体评级中枢较高，AA(2) 及以上评级的发行规模占比在 2023 年第三季度及之前均保持在 90% 以上，第四季度比重收缩至 81%，2024 年第一季度继续下滑至 75%。

净融资规模上，整体处于负区间，2024 年上升趋势明显。自 2021 年第一季度以来，长期信用债的净融资规模多为负数，受益于 2024 年第一季度的发行热度提升，净融资规模突破 0.4 万亿元，显著高于往期的正值，同时可以看出第一季度的长期信用债偿还规模较上一季度变化不明显，净融资规模的上升主要得益于发行量的大幅提升。

图表 7：2023 年以来长期信用债发行结构出现变化（亿元）

		2021				2022				2023				2024
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
发行期限	5-7年	83%	72%	81%	76%	80%	74%	87%	86%	73%	69%	71%	83%	73%
	7-10年	14%	19%	12%	12%	11%	15%	7%	8%	20%	8%	8%	2%	2%
	10-15年	3%	9%	7%	12%	8%	10%	6%	6%	5%	20%	19%	12%	20%
	15-20年	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	0%	1%	1%	4%
	20年及以上	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	1%	2%	1%
券种	企业债	29%	38%	27%	30%	23%	29%	17%	18%	38%	19%	13%	5%	3%
	公司债	28%	41%	41%	37%	36%	39%	31%	27%	20%	44%	49%	48%	38%
	中期票据	43%	20%	32%	33%	39%	31%	51%	53%	38%	35%	36%	46%	56%
定向工具		1%	0%	0%	1%	2%	0%	1%	1%	4%	1%	2%	1%	3%
是否城投债	城投债	87%	67%	58%	63%	56%	61%	52%	43%	68%	44%	50%	40%	52%
	产业债	13%	33%	42%	37%	44%	39%	48%	57%	32%	56%	50%	60%	48%
主体评级	AAA	66%	62%	73%	67%	72%	67%	71%	77%	42%	79%	79%	87%	74%
	AA+	13%	17%	17%	14%	15%	20%	19%	13%	11%	10%	9%	7%	20%
	AA	20%	20%	8%	18%	12%	12%	10%	9%	20%	8%	11%	5%	6%
	AA-	1%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	1%	0%	1%	1%	0%	0%
隐含评级	AAA+	20%	0%	2%	26%	0%	0%	13%	6%	0%	7%	7%	8%	4%
	AAA	12%	29%	30%	10%	23%	21%	21%	38%	28%	26%	26%	25%	15%
	AAA-	6%	8%	9%	29%	14%	15%	9%	10%	6%	11%	10%	11%	7%
	AA+	26%	28%	31%		32%	32%	28%	22%	25%	34%	31%	29%	27%
	AA	16%	16%	14%	17%	16%	17%	17%	13%	16%	10%	13%	8%	11%
	AA(2)	13%	13%	12%	14%	12%	13%	10%	8%	20%	8%	7%	1%	10%
发行规模		2014.74	2363.78	3239.52	1984.03	2822.67	2718.2	4219.98	2431.24	1333	2179.22	2634.1	1971.5	7063.573
净融资规模		-3068.81	-2033.18	-1098.64	-1709.71	591.74	-18.60	466.31	-627.83	-1288.61	-311.98	-20.38	-419.73	4000.38
来源：Wind		5.60Y	5.81Y	5.61Y	5.75Y	5.74Y	5.91Y	5.55Y	5.59Y	5.79Y	6.28Y	6.18Y	6.05Y	6.14Y

■ 长期信用债供需双向走强使其发行速度攀升

供给端来看，在利率持续下行的背景下，发行人考虑在利率低位发行长期信用债从而提前储备低成本偿付资金。2018 年以来，我国经济增速放缓驱动无风险利率不断破新低，近期央行的接连降准降息降低了资金成本，充分释放了流动性，促使利率下行至阶段性低位。2023 年以来，长期信用债的平均发行利率呈下降趋势，2024 年 3 月降至 3.22%。同时，从前超长期信用债多用于筹集长周期项目资金，而 2024 年 3 月份发行的 30 年期产业债“24 诚通控股 MTN009B”开创了超长期信用债用于偿还有息债务的先河，为市场上的发行人提供了经验范本。对于发行人来说，在利率水平处于低位的当下，利率下行空间较小，触底反弹的风险较高，通过发行长期或超长期信用债从而锁定低成本长期资金是当前的最佳融资选择，因此近期长期信用债的发行规模出现显著上升。

需求端来看，投资者风险偏好下行促使资金流向债券市场，而城投化债政策催化了“资产荒”格局的进一步发展，在信用资质下沉到极致后，投资者只能拉长长期，通过骑乘效应来追求资本利得。受 2022 年末理财赎回潮和房地产行情持续萎靡不振的影响，在经济复苏概率较低的预期下投资者的风险偏好出现下行，年初股市的不佳表现加剧了市场这一变化趋势，使得投资者宁愿舍弃部分资本利得购买固定收益类产品以保障资金的稳定性。同时，2023 年“一揽子化债政策”的颁布及“特殊再融资债”的落地降低了城投企业的信用风险，投资者通过购买中低级别的弱资质城投债来追求信用利差导致高息资产不断减少，在城投融资监管加强的影响下，城投债发行不易进一步加重了这一“资产荒”格局，

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/416125010232010140>