

9月，信用结构性压力仍存

2024年09月08日

➤ 9月，信用结构性压力仍存

8月，信用债发行及净融资规模明显低于往年。一方面，在信用债大幅调整，当月取消或推迟发行规模及比例明显提高；另一方面，也是最重要的因素，还是在于城投债的缩量供给。

9月，在城投债监管政策短期内难见边际放宽情况下，预计城投债净融资仍低位运行。

而经历此轮回调，信用债配置性价比有所提高，尤其是中高等级中短端品种；且考虑到理财自身负债端以及净值当前还算相对稳定，尽管9月仍面临一些季节性赎回压力，但后续再度呈现大幅趋势性下跌的概率并不高。

故而9月：

(1) 中高等级短端普信债分位数回调至今年以来的7-10%左右分位数上，对于此类流动性较好品种，可关注当前回调后的配置机会；

(2) 金融次级债当中，当前票息吸引力相对有限，且未来波动及调整可能性仍然存在，叠加其利率“放大器”属性，建议多看少动；

(3) 回调后的超长信用债绝对票息较有吸引力，部分配置型机构也渐入场，但还需与机构负债匹配，且主要还是关注高等级范畴。此外，经历这一轮回调，中低等级还需谨慎。

此外，也要考虑到，9月仍面临着政府债发行高峰、跨季以及理财季节性应对赎回的压力，期间仍难以持续稳态，或有波动及调整仍然存在，建议左侧多观察，结合央行对于资金和流动性投放、存单提价的状态再进行右侧参与。

回顾8月信用债一二级情况：

➤ 8月，供给低位下的结构性分化

2024年8月，信用债一级发行呈现以下特征：(1) 非金信用债发行规模不低，但净偿还规模较大，净融资处在相对低位，尤其是城投债；(2) 发行期限环比小幅回落，5年期债项成发行主力，5年期以上的超长期限信用债规模维持在高位。(3) 发行成本小幅增加，但供给低位情况下，供需矛盾仍存，一级认购情绪维持在高位。(4) 此外，8月，超长信用债发行规模1393亿元，环比减少349亿元。

➤ 成交拉久期趋势延续

2024年8月，信用债成交规模及换手率较7月环比均有回落，整体交投活跃性有所降低。期限方面，信用债加权成交期限继续提高至2.79年，5年期及以上债项成交占比有所提升。此外，5年期以上的超长信用债换手率为18.2%，环比虽下降1.4pct，但仍处在高位且高于全体信用债换手率5.4pct。

➤ 信用调整明显，收益率倒V型走势

全月来看，主要信用资产收益率整体上行，中短端收益率回调幅度整体弱于长端及超长端。此外，在此轮调整周期尚不算长的情况下，流动性较差的低等级超长端债项收益率继续下行。

➤ **风险提示：**城投口径偏差；样本偏差；区域及平台评价的主观性；成交数据处理及局限性。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

邮箱：tanyiming@mszq.com

分析师 刘雪

执业证书：S0100523090004

邮箱：liuxue@mszq.com

相关研究

- 1.可转债周报 20240908：纯债溢价率修复路径如何？-2024/09/08
- 2.固收周度点评 20240907：9月，降准但不降息？-2024/09/07
- 3.高频数据跟踪周报 20240907：本周工业品价格多数回落-2024/09/07
- 4.流动性跟踪周报 20240907：DR007 下行至1.69%-2024/09/07
- 5.利率专题：9月，债市关注什么？-2024/09/06

目录

1 9 月，信用结构性压力仍存	3
2 8 月，供给低位下的结构性分化	5
2.1 信用债：5 年期债项成供给主力	5
2.1.1 城投债：发行期限进一步拉长	6
2.1.2 产业债：发行期限继续下降	8
2.2 金融债：二永债发行放量	9
3 成交拉久期趋势延续	11
3.1 信用债：成交久期拉长至 2.79 年	11
3.1.1 城投债：换手率的变化	12
3.1.2 产业债：成交降量明显	13
3.2 二永债：农商行换手率提高明显	14
4 信用调整明显，收益率倒 V 型走势	16
5 风险提示	23

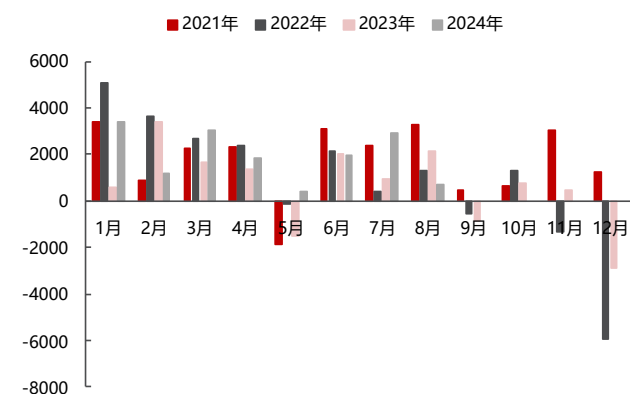
展望 2024 年 9 月：

1 9 月，信用结构性压力仍存

8 月，信用债发行及净融资规模明显低于往年。一方面，在信用债大幅调整，当月取消或推迟发行规模及比例明显提高；另一方面，也是最重要的因素，还是在城投债的缩量供给。

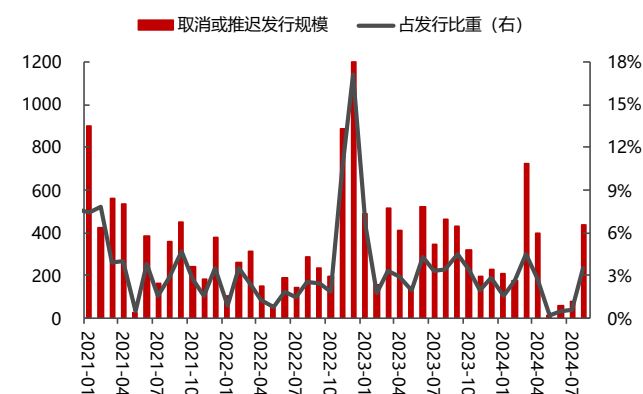
9 月，在城投债监管政策短期内难见边际放宽情况下，预计城投债净融资仍低位运行。

图1：历史普信债月度净融资比较（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：普信债月度取消或推迟发行情况（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

而经历此轮回调，信用债配置性价比有所提高，尤其是中高等级中短端品种；且考虑到理财自身负债端以及净值当前还算相对稳定，尽管 9 月仍面临一些季节性赎回压力，但后续再度呈现大幅趋势性下跌的概率并不高。

故而 9 月：

- (1) 中高等级短端普信债分位数回调至今年以来的 7-10%左右分位数上，对于此类流动性较好品种，可关注当前回调后的配置机会；
- (2) 金融次级债当中，当前票息吸引力相对有限，且未来波动及调整可能性仍然存在，叠加其利率“放大器”属性，建议多看少动；
- (3) 回调后的超长信用债绝对票息较有吸引力，部分配置型机构也渐入场，但还需与机构负债匹配，且主要还是关注高等级范畴。此外，经历这一轮回调，中低等级还需谨慎。

此外，也要考虑到，9 月仍面临着政府债发行高峰、跨季以及理财季节性应对赎回的压力，期间仍难以持续稳态，或有波动及调整仍然存在，建议左侧多观察，结合央行对于资金和流动性投放、存单提价的状态再进行右侧参与。

图3：历史几轮信用利率“背离”时期各品种收益率表现（%、bp）

曲线类别	隐含评级	期限	几次调整期间收益率回调幅度对比					几次调整期末收益率所处分位数					调整结束后一个月收益率修复情况					与此前低点对比	
			①	②	③	④	本轮	①	②	③	④	本轮	①	②	③	④	本轮	收益率	比较
国债	-	1Y	-7	55	23	-5	11	55%	51%	34%	11%	3%	-2	-20	7	-9	-6	1.44	-25
		3Y	-10	28	12	-10	2	44%	45%	26%	9%	3%	17	-1	13	-6	-14	1.55	-43
		5Y	-4	25	9	-8	4	49%	46%	22%	9%	1%	13	1	10	-7	-8	1.78	-29
		7Y	-4	16	9	-4	11	44%	41%	19%	7%	1%	15	3	6	-4	-6	2.01	-20
		10Y	-2	20	5	-6	3	47%	46%	15%	5%	1%	10	4	7	2	-3	2.14	-10
	AAA	1Y	8	89	32	0	19	52%	61%	33%	16%	10%	-3	-32	-3	-24	-8	2.01	-5
		3Y	8	98	26	3	19	50%	66%	29%	9%	3%	3	-38	0	-18	-9	2.09	-16
		5Y	4	75	18	3	23	49%	54%	23%	8%	3%	-2	-15	5	-18	-10	2.19	-22
		7Y	5	53	12	1	18	51%	46%	17%	8%	2%	0	-8	7	-12	-7	2.25	-27
		10Y	6	40	11	1	23	48%	38%	14%	8%	3%	0	-5	10	-10	-9	2.40	-17
	AA+	1Y	12	105	33	0	20	52%	68%	33%	16%	7%	-7	-39	-3	-24	-8	2.10	-6
		3Y	11	109	34	7	21	49%	73%	34%	9%	4%	2	-37	-1	-22	-10	2.19	-18
		5Y	5	85	19	2	26	49%	58%	28%	8%	3%	-3	-10	3	-24	-10	2.30	-23
		7Y	6	56	11	1	19	49%	49%	20%	8%	2%	-1	-2	8	-23	-4	2.39	-31
		10Y	7	45	11	2	27	44%	46%	15%	8%	3%	-1	-1	7	-23	-7	2.56	-19
	AA	1Y	14	121	38	0	21	50%	73%	33%	15%	5%	-8	-29	-5	-24	-7	2.16	-5
		3Y	10	118	29	4	22	54%	71%	32%	8%	4%	3	-22	-6	-21	-7	2.27	-21
		5Y	5	74	18	3	28	53%	49%	26%	8%	4%	-2	5	-9	-23	-8	2.39	-31
		7Y	6	44	12	1	26	51%	34%	18%	8%	2%	0	13	-7	-23	-6	2.49	-62
		10Y	7	33	11	1	34	48%	29%	16%	8%	2%	0	14	-8	-23	-5	2.70	-47
	AA(2)	1Y	17	175	46	1	23	50%	85%	37%	12%	4%	-12	-29	-5	-22	-5	2.22	-6
		3Y	10	147	27	3	26	46%	78%	35%	8%	4%	5	1	-4	-27	-6	2.34	-21
		5Y	-9	96	13	3	33	45%	63%	24%	7%	3%	1	9	2	-24	0	2.60	-30
		7Y	-14	55	8	-4	14	46%	45%	17%	7%	1%	-12	26	5	-25	4	2.74	-69
		10Y	-18	51	6	4	20	41%	42%	14%	8%	2%	-13	23	6	-25	1	2.90	-64
	AA-	1Y	11	148	21	3	31	80%	83%	20%	7%	5%	-7	9	-20	-15	-8	2.33	-16
		3Y	10	144	14	-3	23	68%	90%	49%	7%	3%	5	4	-3	-32	-1	2.58	-52
		5Y	-11	96	9	-34	18	61%	81%	29%	7%	1%	1	11	2	-40	10	3.03	-98
		7Y	-16	55	4	-14	-30	62%	65%	22%	7%	0%	-12	28	5	-35	-13	3.89	-149
		10Y	-20	51	2	-6	-20	48%	57%	14%	7%	0%	-13	25	6	-32	-12	4.19	-133
	AAA-	1Y	17	104	35	-2	21	60%	70%	37%	19%	6%	-5	-28	0	-19	-5	2.03	-4
		3Y	12	118	26	-2	21	60%	74%	39%	9%	4%	-13	-20	1	-22	-8	2.11	-13
		5Y	10	82	19	0	17	60%	63%	24%	9%	3%	-10	-6	6	-17	-4	2.22	-14
	AA+	1Y	18	115	30	-1	22	58%	74%	36%	18%	6%	-4	-30	-1	-19	-6	2.04	-5
		3Y	14	117	26	0	24	58%	73%	38%	9%	4%	-9	-20	3	-24	-10	2.13	-13
5Y		11	87	20	3	20	57%	65%	27%	9%	3%	-6	-5	7	-21	-5	2.25	-16	
	AA	1Y	7	128	36	-1	21	52%	72%	35%	17%	5%	-1	-7	4	-20	-7	2.08	-6
		3Y	3	129	32	4	23	52%	70%	44%	9%	4%	5	5	0	-27	-9	2.21	-17
		5Y	3	98	23	5	22	54%	57%	36%	9%	4%	2	29	1	-24	-6	2.36	-20
	AA-	1Y	8	127	35	-2	16	73%	87%	44%	9%	2%	-5	-3	2	-10	-4	2.16	-29
		3Y	4	131	32	3	18	63%	80%	64%	9%	3%	1	12	0	-16	-8	2.29	-41
5Y		3	104	23	6	14	67%	61%	60%	9%	2%	-1	31	-7	-18	-3	2.48	-59	
	AAA-	1Y	17	113	33	-1	22	95%	100%	66%	28%	8%	-4	-22	-4	-21	-6	2.04	-5
		3Y	17	140	28	-2	22	92%	100%	72%	17%	7%	-14	-21	-4	-22	-8	2.14	-14
		5Y	16	111	17	2	18	94%	99%	51%	17%	4%	-20	-4	3	-22	-3	2.27	-12
	AA+	1Y	15	114	33	-2	22	92%	100%	64%	27%	8%	3	-15	-3	-21	-6	2.05	-5
		3Y	19	141	26	-2	22	90%	100%	70%	17%	7%	-9	-14	-1	-23	-7	2.16	-13
5Y		16	112	15	0	22	91%	97%	52%	17%	6%	-12	7	3	-22	-6	2.29	-13	
	AA	1Y	-6	120	28	-3	21	85%	86%	54%	24%	8%	13	8	-1	-21	-4	2.12	-3
		3Y	-3	154	25	1	23	86%	97%	70%	17%	8%	7	9	-1	-24	-7	2.26	-16
		5Y	-5	114	19	0	22	83%	81%	63%	17%	6%	0	29	8	-20	-2	2.45	-25
	AA-	1Y	-6	108	28	-6	14	78%	90%	60%	15%	4%	18	8	-1	-16	-2	2.24	-25
		3Y	-2	138	21	-7	16	76%	94%	84%	15%	5%	13	10	1	-15	-3	2.47	-35
5Y		-6	98	19	-4	13	59%	72%	81%	15%	4%	11	29	8	-24	1	2.74	-46	

资料来源：wind，民生证券研究院

注：(1) ①系 20210930 VS 20210915；②系 20221214 VS 20221101；③系 20230912 VS 20230825；④系 20240327 VS 20240312；本轮系 20240828 VS 20240805；

(2) 对应期末收益率所处分位数对应取 20210930、20221214、20230912、20240327、20240828，分位数起始时间为 2018-01-01；

(3) 调整结束后一个月修复对比①系 20211029 VS 20210930；②系 20230113 VS 20221214；③系 20231012 VS 20230912；④系 20240426 VS 20240327；本轮系 20240906 VS 20240828；

(4) 末尾收益率截至 20240906，对比系 20240906 VS 20240422。

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/517144040013006151>