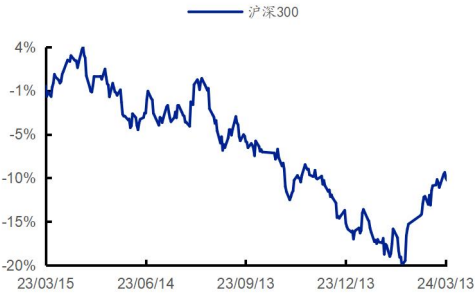


研究所：
 证券分析师：靳毅 S0350517100001
 jiny01@ghzq.com.cn

城投债收益何处寻？

最近一年走势



相关报告

《债券研究周报：农金社对债市影响有多大？*靳毅》——2024-03-12

《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——2024-03-04

《债券研究周报：银行理财4大特点，对债市影响几何？*靳毅》——2024-02-29

《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——2024-02-19

《债券研究周报：机构行为每周跟踪*靳毅》——2024-02-05

投资要点：

- **高息城投债持续缩量** 多因素导致高息城投债缩量：一是市场资产荒持续，供需矛盾加剧；二是化债推动市场提升城投债配置风险偏好；三是经济弱修复，叠加货币宽松预期，基准利率快速下探。截至2024年3月8日，3%以上收益率城投债只有约2.5万亿元，而4%以上收益率存量城投债仅存8114亿元。城投债二级市场收益率的下探，提升了城投主体一级发债预期，2024年2月份，城投债一级市场平均发行利率下破3.0%，录得2.84%，3-5Y城投债发行占比明显增加，2024年2月份城投债发行平均久期达到3.36Y。
- **高息城投债格局** 分省份来看，截至2024年3月8日，山东、四川、江苏3%以上收益率存量城投债仍有2000亿元以上，重庆、贵州、湖南、广西、河南、江西、陕西、湖北等省份3%以上收益率存量城投债规模则在1000-2000亿元。其中山东、四川、重庆、湖南、河南等区域高收益城投债规模及相对占比较高，存在更大挖掘空间。
- **中长期信用债流动性** 2024年信用债是久期为王，但需要关注流动性。若需追求边际收益我们建议可重点围绕AA+主体2-3Y进一步挖掘，有相对收益的同时，存量较大，且较更长久期资产抗基准利率波动能力更强。从2-3Y来看，江苏、浙江等沿海区域流动性较好，另外河南、江西、湖南、河北、山西、陕西、广西等区域AA+主体债券流动性也较高。
- **城投债短期调整预期小** 通过复盘城投债收益率历史调整情况，结合当下地产仍在磨底中，经济弱修复，货币环境预计维持宽松，基准利率大幅反弹可能性较小，预计城投债收益率短期大幅回调可能较小。
- **投资建议** 一方面市场仍存结构性下沉挖掘机会，可围绕优质区域区县和次优区域市级平台2Y以内品种适度下沉，同时关注化债超预期区域，但重点在久期操作，我们建议重点关注AA+主体2-3Y城投债，结合流动性及收益要求配置。
- **风险提示** 资金面收紧超预期、化债政策落地超预期、城投信用风险超预期、统计数据存在偏差、历史数据无法预测未来走势。

内容目录

1、 高息城投债持续缩量	4
1.1、 多因素致高息城投债缩量	4
1.2、 “卖方”主导的城投债一级市场	5
2、 高息城投债格局	6
2.1、 存量高息城投债分布	6
2.2、 中长久期城投债流动性	8
3、 总结	11
3.1、 城投债后市演绎	11
3.2、 投资建议	12
4、 信用债市五大热点	13
5、 一级市场	13
5.1、 信用债发行与净融资	13
5.2、 信用债发行利率	14
6、 二级市场	15
6.1、 信用债成交活跃度	15
6.2、 信用债机构行为	15
6.3、 信用债到期收益率	17
6.4、 信用债信用利差	18
7、 信用债市预警	21
(1) 成交偏离正常估值情况	21
(2) 信用评级调整	21
(3) 信用债展期及违约	21
8、 风险提示	22

图表目录

图 1: 城投债净融资规模	4
图 2: 截至 2023 年底, 理财规模维持相对高位	4
图 3: 城投债短端收益率持续下行	5
图 4: 特殊再融资债持续扩容	5
图 5: 国债收益率持续下探	5
图 6: 存单收益率下行	5
图 7: 城投债一级平均发行成本、久期	6
图 8: 城投债一级发行期限分布	6
图 9: 高息城投债分布 (分区域)	7
图 10: 高息城投债分布 (分评级、发行方式、行政能级; 亿元)	8
图 11: 各区域 AA+ 主体存量城投债规模及换手率	9
图 12: AA+ 主体 2-3Y 存量城投债高流动性地市分布	10
图 13: AA+ 主体 3-5Y 存量城投债高流动性地市分布	10
图 14: 城投债历史收益率历史调整复盘	11
图 15: 地产复苏疲软	12
图 16: 各类型机构信用债持续净买入	12
图 17: 信用债供给情况	14
图 18: 城投债、产业债发行规模及净融资情况	14
图 19: 历年信用债加权平均发行利率 (%)	15
图 20: 信用债各券种加权平均发行利率 (%)	15
图 21: 信用债成交量及变化情况	15
图 22: 信用债多空集中度	16
图 23: 信用债加权平均成交期限	16
图 24: 各机构净增持各期限券种情况——分机构	17
图 25: 1Y、3Y 城投债收益率走势 (%)	18
图 26: 本期末城投债收益率情况 (03 月 08 日)	18
图 27: 本期末产业债收益率情况 (03 月 08 日)	18
图 28: 城投债信用利差 (03 月 08 日)	19
图 29: 产业债信用利差 (03 月 08 日)	19
图 30: 商业银行普通债信用利差 (03 月 08 日)	20
图 31: 二级资本债信用利差 (03 月 08 日)	20
图 32: 永续债信用利差 (03 月 08 日)	21
表 1: 五大热点事件	13
表 2: 信用债市场净买入量——分机构 (亿元)	16
表 3: 本期前 5 大信用债成交偏离正常估值	21
表 4: 本期信用债展期及违约情况	22

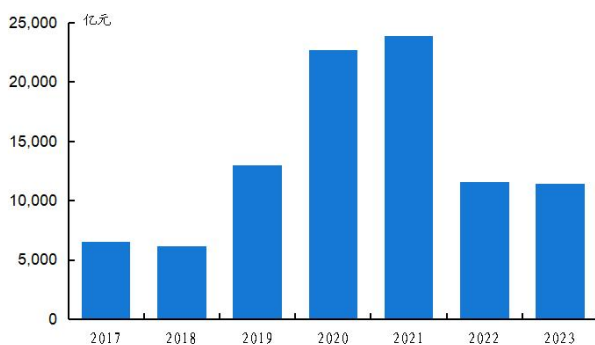
多种因素作用下，从 2023 年底以来，城投债收益率在历史相对低位窄幅震荡，二级市场高息城投债明显缩量，进一步影响一级市场城投发债利率、久期，高息城投债供需矛盾日益加剧，本文从城投债缩量逻辑，结合调整风险及资产流动性辨析当下城投债投资逻辑。

1、高息城投债持续缩量

1.1、多因素致高息城投债缩量

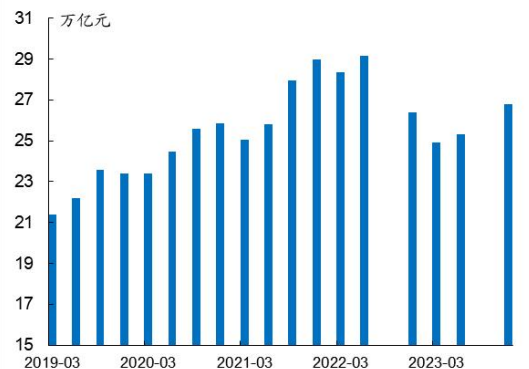
一是市场资产荒持续，供需矛盾加剧。信用债供给缩量，尤其是城投债在 2021 年“银发 15 号文”后净供给明显缩量，2022、2023 年城投债净融资规模约为 2021 年的一半，在化债大背景下，城投债供给进一步缩量。此外，叠加理财规模扩张，进一步加剧供需矛盾。

图 1：城投债净融资规模



资料来源：Wind、国海证券研究所

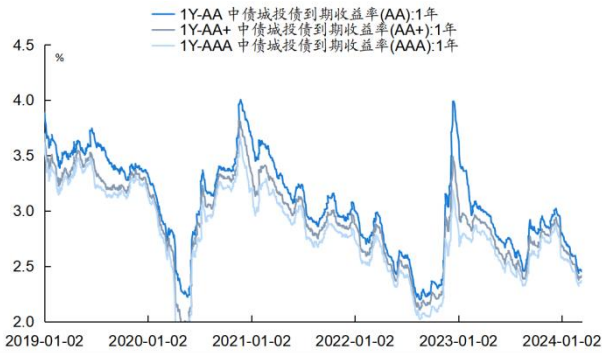
图 2：截至 2023 年底，理财规模维持相对高位



资料来源：Wind、国海证券研究所

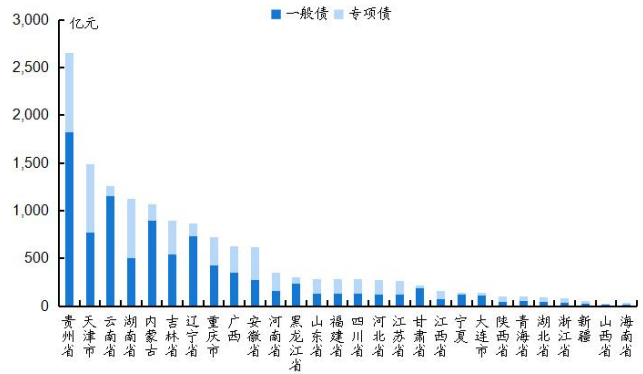
二是化债推动市场提升城投债配置风险偏好。中央“一揽子”化债政策为城投债信仰充值，城投主体隐债及经营性债务化解提上日程，市场对城投债风险偏好上移。此外，2024 年以来，截至 3 月 8 日，贵州、天津分别再度新增 539.58、201.8 亿元特殊再融资债，不排除后续特殊再融资进一步扩容，尤其是 12 个重点省份。

图 3: 城投债短端收益率持续下行



资料来源: Wind、国海证券研究所
注: 数据截至 2024/3/12

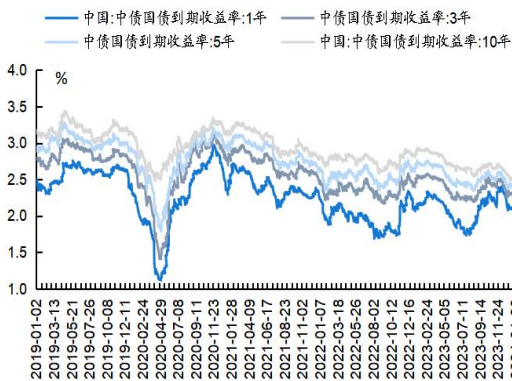
图 4: 特殊再融资债持续扩容



资料来源: Wind、国海证券研究所
注: 数据截至 2024/3/12

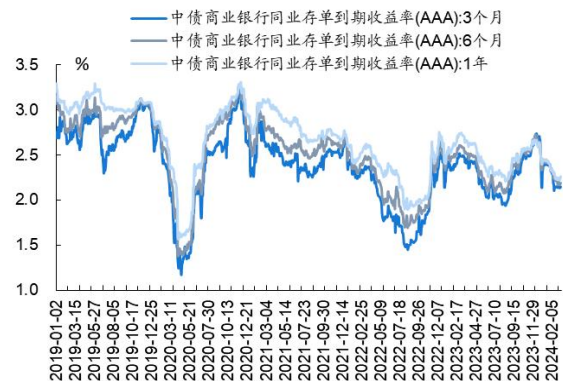
三是经济弱修复，叠加货币宽松预期，基准利率快速下探。自 2024 年初以来，各期限国债收益率及短端存单收益率持续下探，目前均已处于历史相对低位。

图 5: 国债收益率持续下探



资料来源: Wind、国海证券研究所
注: 数据截至 2024/3/12

图 6: 存单收益率下行



资料来源: Wind、国海证券研究所
注: 数据截至 2024/3/12

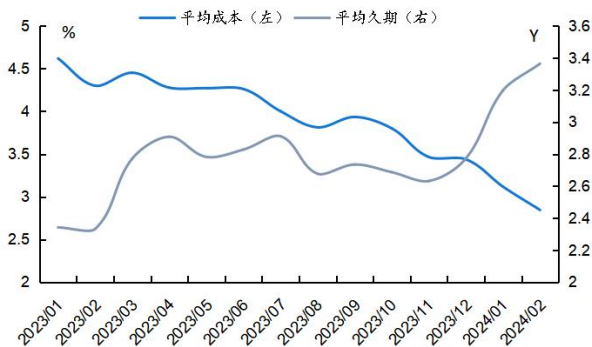
1.2、“卖方”主导的城投债一级市场

得益于二级市场城投债收益率的下探，提振了城投主体发债积极性，资产荒下，机构抢配，城投债一级市场“卖方”优势扩大，发债主体普遍追求新发债券更低收益率以及更长的久期，做低主体发债综合融资成本。

从一级市场城投债发行利率来看，城投债一级市场发行收益率持续下行，自2023年底以来，城投债一级市场收益率下行边际有所加速，到2024年2月份，城投债一级市场平均发行利率下破3.0%，录得2.84%。

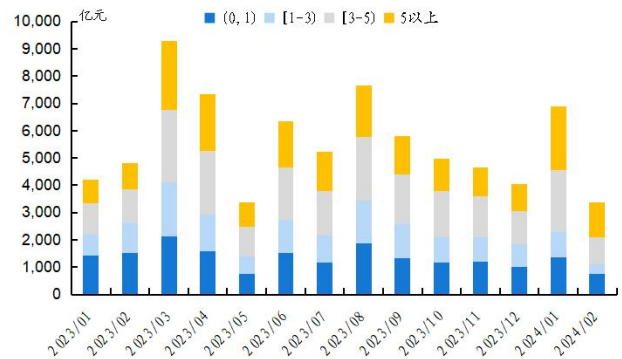
从一级市场城投债发行久期来看，城投债一级市场发债久期呈现增长趋势，尤其是2023年12月以来，3-5Y城投债发行占比明显增加，城投债一级市场平均发行久期大幅拉长，2024年2月份平均久期达到3.36Y。

图 7：城投债一级平均发行成本、久期



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 8：城投债一级发行期限分布



资料来源：Wind、国海证券研究所

2、高息城投债格局

在高息城投债持续缩量情况下，机构产品收益面临考验，尤其是负债端成本较高类机构。我们将3%以上城投债视为高息城投债，那么高息城投债目前分布情况如何，又该重点关注哪些区域？

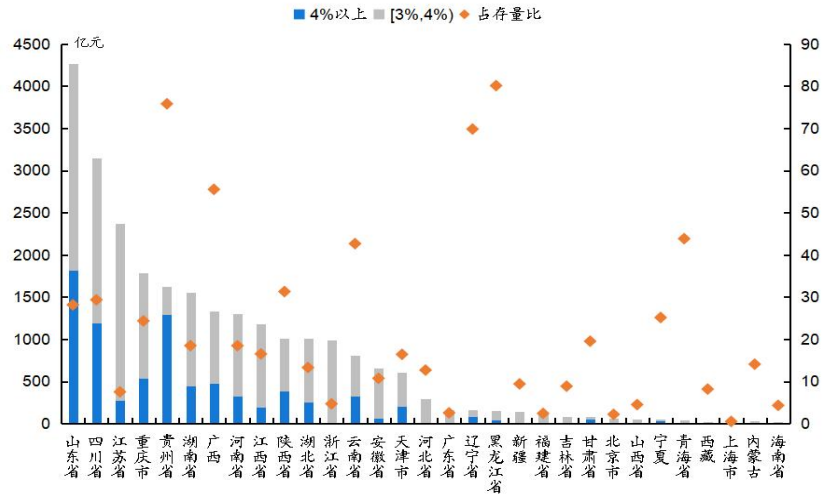
2.1、存量高息城投债分布

经统计，截至2024年3月8日，3%以上收益率存量城投债只有约2.5万亿元，而4%以上收益率存量城投债仅存8114亿元。

分省份来看，截至2024年3月8日，山东、四川、江苏3%以上收益率存量城投债仍有2000亿元以上，重庆、贵州、湖南、广西、河南、江西、陕西、湖北3%以上收益率存量城投债规模则在1000-2000亿元，其余区域相对较少。

从相对占比来看，贵州、黑龙江、辽宁、广西、青海、云南 3%以上收益率存量城投债占区域内总存量比例较大，这与区域信用环境有关，其中山东、四川、重庆、贵州、广西等区域高收益城投债规模及相对占比均较高，存在更大挖掘空间。

图 9：高息城投债分布（分区域）



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：数据截至 2024/3/8，3%以上认定为高息城投债

分隐含评级来看，目前 3%以上收益率存量城投债主要分布在 AA（2）和 AA-，其中江苏、浙江、福建、安徽等强省主要为 AA（2），广西、云南、天津、黑龙江、宁夏、重庆主要为 AA-。分行政能级来看，3%以上收益率城投债集中在区县平台。从发债形式来看，截至 2024 年 3 月 8 日，3%以上收益城投公募债占比 33%，私募债占比 67%。

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/747004054021006053>