

利差低位下的产业债挖掘新思路

产业债2024年春季策略展望

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 王胜 A0230511060001 王雪蓉 A0230523070003
2024/3/26



■ 虽然产业债净融资有所回升、可投资资产增加，但等级利差、期限利差均下行后，符合投资人风险收益偏好的票息资产依然稀缺。

- **利差点位：**（1）产业债各行业中，煤炭、钢铁行业AAA级产业债信用利差2017年以来的分位数较低。好行业的后10%-50%主体利差与中性行业前10%-50%主体利差相当。食品饮料、石油石化、公用事业、交通运输行业的后10%-50%主体超额利差平均值均不超过30 BP，尤其是石化公用交运行业发债主体以优质央企为主，信用利差普遍较低。房地产行业、基础化工、商贸零售、非银金融行业前10%-50%主体的超额利差在23 BP-32 BP之间，和“好行业”（石化公用交运行业）的中等主体利差类似。
- **利差变动及基金持仓：**（1）建筑装饰、煤炭、综合、钢铁、有色金属、建筑材料行业内各层级主体利差均在2023年以来趋于下行，房地产行业除后10%主体（利差最高的10%主体，剔除已出险主体）外利差也以下行为主，从公募基金持仓来看，上述行业在公募基金持有产业债中的占比提升。由于利差分位数已经不高，保持流动性、“抗波动”（防范估值调整风险）或是当下的主要诉求。
- **结合换手率、一级市场认购数据，优质主体拉久期、短端信用下沉的博弈仍在继续，需要关注：**（1）“品种下沉”策略上，隐含评级为AA-和AA(2)的永续债换手率在2023Q4出现短暂性的提升。相较2022年，除AAA+外，2023年其他A+级及以上隐含评级的永续债年换手率均有所上升。近三个月银行永续债换手率边际有所下降。
- （2）近期部分区域产业国企发行票息较高债券，一级认购倍数均较高（如山东、云南等省份的产业类省级国企所发行债券）。产业国企受到“稳杠杆”的硬约束，债券供不应求的格局短期内难以扭转。换手率边际变化看，2023年隐含评级为AA、AA（2）和AA-的中期票据换手率均有所提升。隐含评级为AA、AA-的产业债短期融资券换手率提升幅度均较大，反映出市场短债下沉的策略。但中期来看，由于产业国企“刚兑”预期已被打破，如果弱资质国企在信用利差性价比出清后，市场可能转向防守思维。产业国企上，重点关注资产规模大于500亿元、或资产规模小于500亿元但盈利较好的部分主体基本面改善机会，这也是我们在第二部分描述的筛选方法。

当前环境下需要有跨行业比价的思维

- **当前环境下需要有跨行业比价的思维。关注央企债拉久期机会，关注地产、建筑、非银金融行业的产业类地方国企信用改善机会。**
 - **核心逻辑：**基于属性、规模、ROA、债务率指标将发债主体划分十二类。债券在定价上的稀缺性体现为：能够提供比同主体类别、同期限分类的多数主体更高的票息，我们这里以大于所在类别75%的利差分位数作为筛选标准。
 - **资产规模较大的央企中，短端可关注中央汇金、国家电网、中国南方电网的部分债券。长端关注国有资本运营公司——中国诚通控股集团、中国国新控股的债券。**我们预计央企长久期债券在机构拉长久期的需求下会继续成为稀缺性较高的资产，利差上行的可能性较小，票息收益较高。
 - **资产规模不高但盈利较好的央企中，融资租赁公司债券票息相对较高，可关注国药控股融资租赁0~3年债券机会、中交融资租赁短端债等机会。**
 - **资产规模较高的产业类国企中，除地产行业外，部分产控类平台发行了票息较高的债券，可关注层级较高、区域重要性较强同时主业经营风险较小的主体中长端债券机会。**
 - **资产规模不高但盈利较好的产业地方国企中，带息债务资产比较高的非银金融行业中，关注省级金控平台信用改善机会；关注基础化工、公用事业、商贸、食品饮料行业中，部分规模不大，但盈利较好且带息债务比较低的产业国企的基本面进一步改善、或债券流动性改善的机会。**
 - **地产新房销售数据仍偏弱，但多地积极推动房地产融资协调机制落地，央企地产债短期债券利差上行的可能性较小，中国铁建房地产、中国绿发投资集团1年以内债券相比其他规模较大央企债有利差优势，同样的还有保利发展控股、招商局蛇口工业区控股股份1~2年债券；资产规模相对较小的地产央企中，关注带息债务比较低的中粮置业的中短期债券机会。**地产产业国企债券中存在价格优势的主体也较多，还需结合个体的土储分布、债务结构等方面综合分析。

- **长期看好高技术行业产业债、科创品种债的扩容机会。**
- **关注CRMW增信机会。**
 - 如果挂钩CRMW的债券票息剔除CRMW费率后，实际可得票息相比于创设机构（多数为中大型银行）所发行的商金债具有超额票息，关注投资机会。如按照该筛选原则，2024年以来（截至3月22日）发行的可与商金债对比的9支CRMW样本中，可得票息-对应商业银行普通债（按照同隐含评级商金债的中债估值）利差为正的有7支。
- **风险提示：**
 - 产业债中长久期利差处于历史低位，如果发生信用债供需的扰动，或者流动性变弱、利率调整可能导致利差回调上行。
 - 通过属性、规模、财务指标划分企业类别的筛选方法存在局限性，需结合定性分析。
 - 信用债发生超预期违约事件。

主要内容

1. 利差、换手、认购、持仓四维度复盘
2. 基于属性、规模及基本面的个券筛选
3. 策略：关注央企债拉久期、产业地方国企基本面改善、CRMW增信机会

1.1.1 维度一：分行业利差看价格

- 从主体评级为AAA级的产业债看，剩余期限在2年-3年的产业债分行业利差普遍处于历史较低水平。综合各期限看，煤炭、钢铁行业AAA级产业债信用利差分位数均较低（平均值在10%以下），同时年初以来各个期限的利差仍保持下行，房地产、商贸零售行业整体下行较为明显。

AAA级主体产业债分行业信用利差及分位数

行业	0.5年以内-AAA主体评级			0.5年-1年-AAA主体评级			1年-1.5年-AAA主体评级			1.5年-2年-AAA主体评级			2年-2.5年-AAA主体评级			2.5年-3年-AAA主体评级			各期限平均分位数
	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	2024/3/15利差(BP)	历史分位数	较年初变化(BP)	
煤炭	76	12%	(7)	65	11%	(1)	69	12%	(2)	76	7%	(7)	58	1%	(34)	56	0%	(34)	7%
钢铁	76	21%	(10)	64	13%	(5)	69	9%	(1)	85	3%	(11)	58	1%	(31)	56	0%	(30)	8%
有色金属	67	13%	(7)	63	27%	8	66	14%	(2)	83	13%	1	54	2%	(5)	51	0%	(27)	12%
房地产	82	21%	(13)	81	24%	(18)	93	17%	(18)	110	24%	(19)	79	1%	(28)	80	0%	(26)	15%
综合	72	16%	(20)	60	14%	1	78	22%	7	108	41%	(7)	49	1%	(41)	56	0%	(8)	16%
非银金融	69	25%	(5)	73	38%	4	72	18%	1	86	18%	(3)	66	2%	(21)	65	0%	(28)	17%
商贸零售	85	34%	(8)	82	55%	9	72	15%	(12)	73	7%	(12)	57	3%	(22)	45	0%	(14)	19%
基础化工	89	54%	(2)	63	25%	(3)	66	21%	5	70	9%	(1)	47	6%	(7)	95	0%	28	19%
汽车	64	36%	(6)	66	44%	10	68	22%	(4)	74	15%	2	53	7%	(18)	57	0%	(27)	21%
建筑装饰	85	60%	(0)	63	24%	(10)	67	25%	(0)	77	18%	(1)	48	1%	(14)	52	0%	(13)	21%
电子	69	44%	(18)	61	44%	3	67	31%	7	72	19%	(4)	54	3%	(7)	51	0%	(16)	24%
交通运输	63	46%	1	60	48%	7	66	36%	5	74	19%	5	49	5%	(16)	47	0%	(13)	26%
通信	63	16%	(175)	-	-	-	70	51%	6	67	39%	7	-	-	-	-	0%	-	27%
建筑材料	65	39%	8	59	46%	10	63	48%	6	76	44%	9	49	3%	(11)	49	0%	(10)	30%
机械设备	66	25%	(4)	56	45%	7	66	51%	13	64	16%	(7)	44	13%	1	-	-	-	30%
电力设备	60	13%	23	60	32%	18	71	48%	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31%
传媒	64	49%	5	55	54%	(4)	65	48%	17	66	34%	2	49	2%	(1)	46	0%	(2)	31%
食品饮料	57	39%	(3)	55	62%	16	55	43%	9	63	37%	6	44	7%	(7)	42	0%	(14)	31%
环保	63	45%	15	59	57%	7	60	43%	1	74	49%	10	47	7%	(10)	43	0%	(11)	33%
石油石化	66	57%	4	53	58%	4	54	38%	9	65	41%	1	42	14%	(1)	33	0%	(11)	35%
医药生物	75	39%	21	60	58%	(6)	66	43%	6	76	44%	1	64	26%	(8)	58	0%	(15)	35%
公用事业	59	53%	10	54	63%	9	59	58%	7	65	38%	3	44	6%	(11)	40	0%	(14)	36%
计算机	134	57%	(38)	60	23%	15	64	46%	(5)	72	30%	13	115	79%	48	42	0%	(162)	39%
农林牧渔	235	78%	(48)	58	6%	10	63	26%	2	-	-	-	88	47%	(133)	-	-	-	39%
社会服务	119	85%	48	111	100%	49	101	89%	6	115	70%	(19)	123	93%	29	73	0%	(3)	73%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：信用利差比较基准为同期限的国开债收益率。利差分位数为2017年以来的分位数。

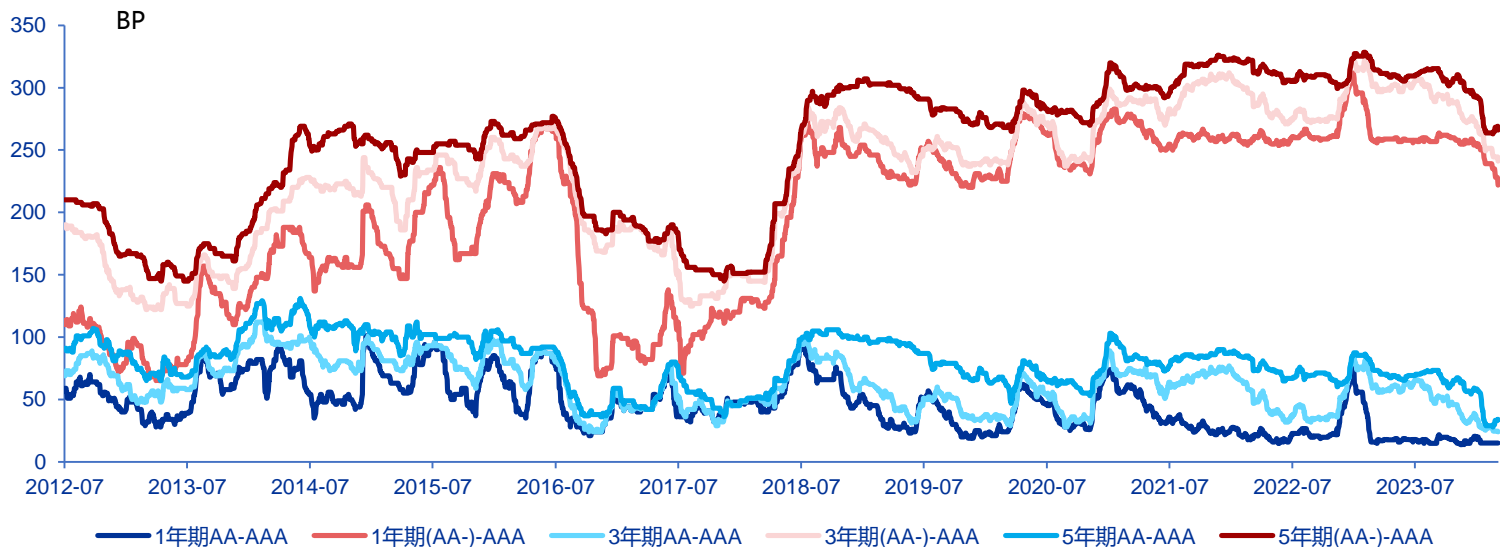
1.1.2 隐含（AA-）-AAA级等级利差下行

■ 地方国企债务加强管控+弱资质主体供给减少+宽信用环境带动等级利差收窄

- （1）这一轮市场受到长端利率压缩影响，3年、5年期等级利差普遍出现下行；
- （2）短久期资质下沉比2021年2月-2021年12月更为充分，21年为1年期隐含AA-AAA的等级利差下行，这一轮为1年期(AA-)-AAA的等级利差下行，反映出短债下沉策略在前期迎合了市场需求；

■ 我们判断市场除了对弱资质城投债主体进行信用下沉外，在产业债国企类债券违约事件减少的预期下，对产业债也有一定的下沉。

中短期票据等级利差走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.1.3 从静态票息来看，中性行业“好债”与好行业“差债”相当

- 各个行业资质相对最优的前10%主体超额利差（较隐含AAA级利差）均较低。
- 好行业的后10%-50%主体利差与中性行业前10%-50%主体利差相当。
 - 好行业：食品饮料、石油石化、公用事业、交通运输行业的后10%-50%主体超额利差平均值均不超过30 BP，尤其是石化公用交运行业发债主体以优质央国企为主，信用利差普遍较低。
 - 中性行业：房地产行业、基础化工、商贸零售、非银金融行业前10%-50%主体的超额利差在23 BP-32 BP之间，和“好行业”的中等主体利差类似。
- 后10%主体利差平均值受到单个利差较高主体的影响较大（已剔除出险主体），市场对行业尾部主体信用风险仍有担忧。

产业债主流行业中，不同行业分四档主体超额利差分布情况

2024/3/22超额利差（较隐含AAA级利差，单位：BP）	前10%主体	前10%-50%主体	后10%-50%主体	后10%主体
食品饮料	6	15	30	51
石油石化	-3	3	24	100
公用事业	1	12	30	156
交通运输	3	13	29	187
综合	4	15	41	187
非银金融	7	23	67	193
钢铁	12	18	43	222
有色金属	13	20	89	288
商贸零售	11	23	67	346
建筑装饰	13	23	64	367
建筑材料	11	18	34	436
基础化工	11	26	100	595
煤炭	11	23	86	643
房地产	12	32	113	911

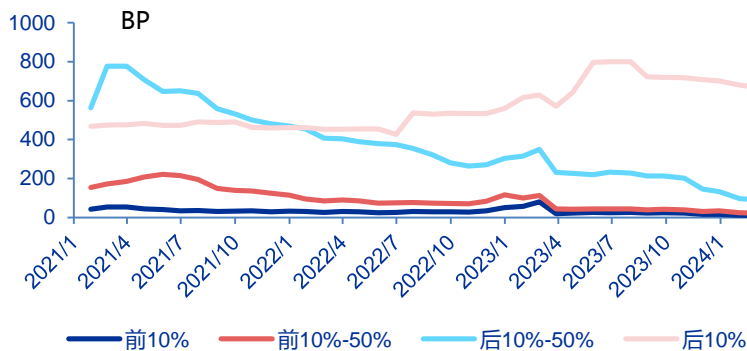
资料来源：Wind，申万宏源研究 注：将目前主流产业债行业发债主体（剔除已出险的主体），按照3月22日的主体平均利差排序分为前10%主体（平均利差最低的）、前10%-50%主体、后10%-50%主体、后10%主体。

1.1.4 各行业超额利差收窄程度存在分化

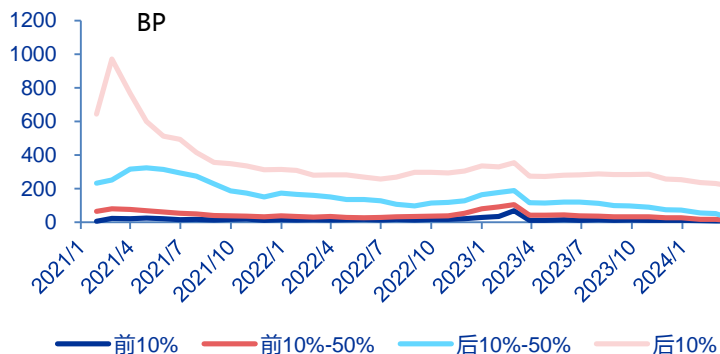
■ 煤炭、钢铁行业债券前期在中下游景气趋势较为平淡的环境中受到固收投资者青睐。

- 2022年以来煤价坚挺，行业整体现金流表现较好，煤炭行业后10%-50%的主体超额利差持续下行。
- 钢铁行业基本面触底后的修复预期带动市场进行挖掘和下沉，钢铁行业不同层级主体的利差均下行。

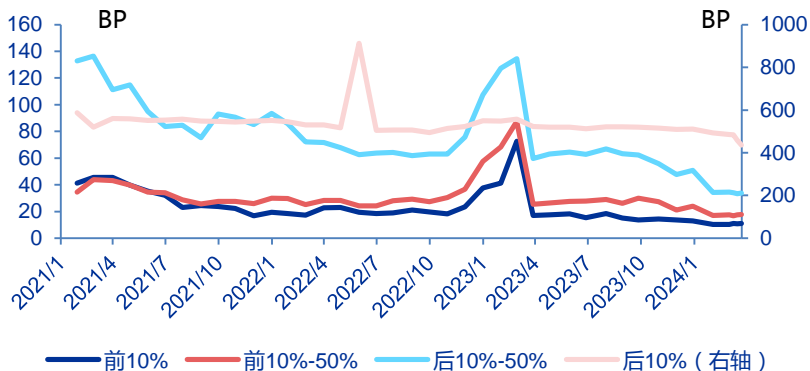
煤炭行业超额利差 (BP)



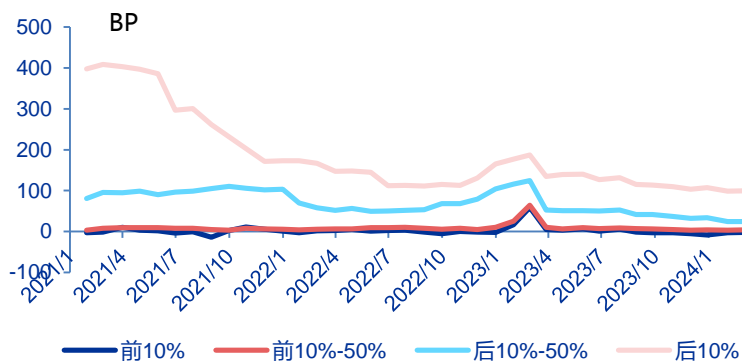
钢铁行业超额利差 (BP)



建筑材料行业超额利差 (BP)

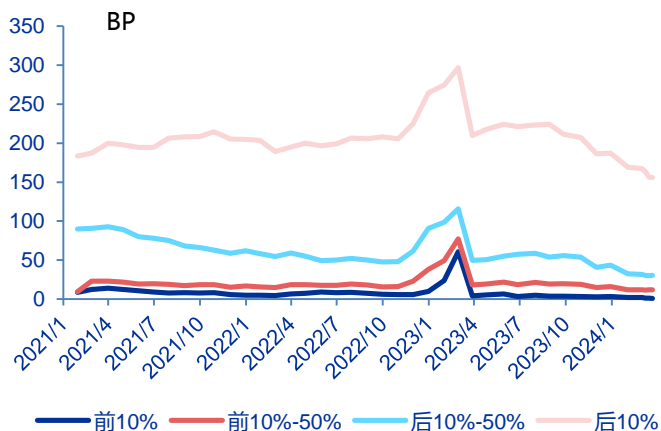


石油石化行业超额利差 (BP)

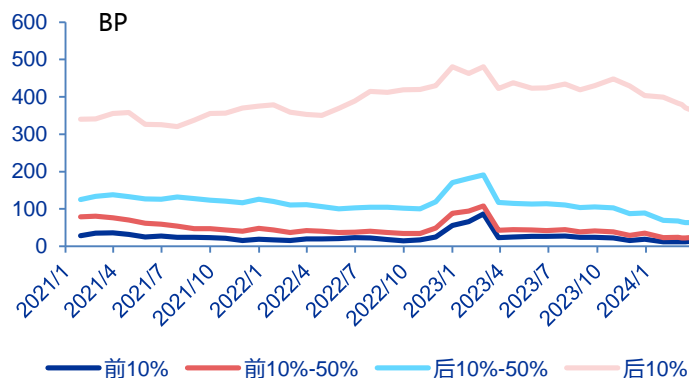


1.1.5 各行业超额利差收窄程度存在分化

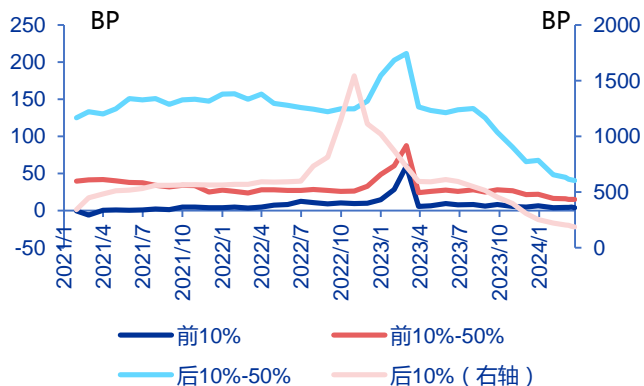
公用事业行业超额利差 (BP)



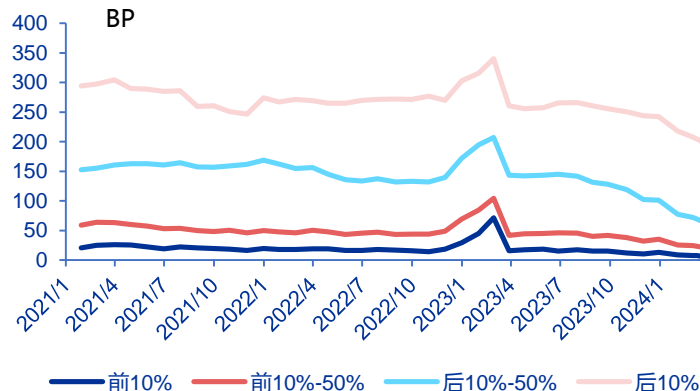
建筑装饰行业超额利差 (BP)



综合行业超额利差 (BP)

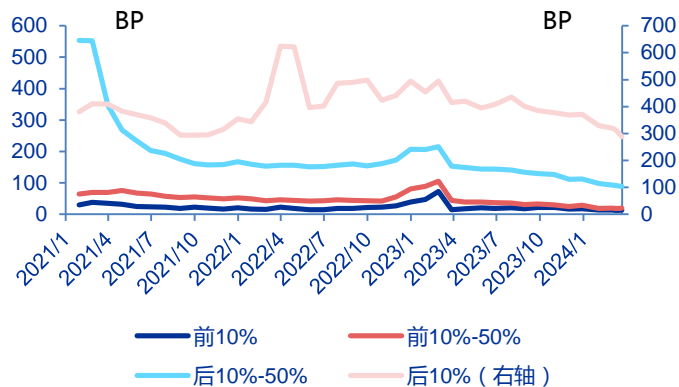


非银金融行业超额利差 (BP)

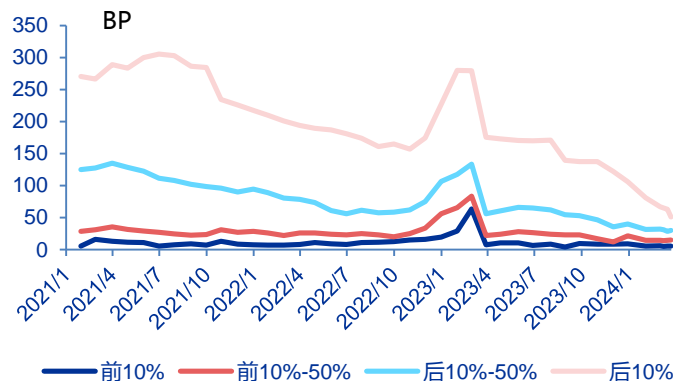


1.1.6 各行业超额利差收窄程度存在分化

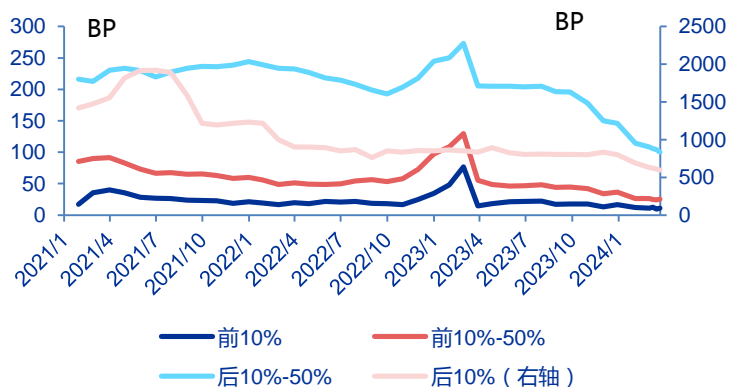
有色金属行业超额利差 (BP)



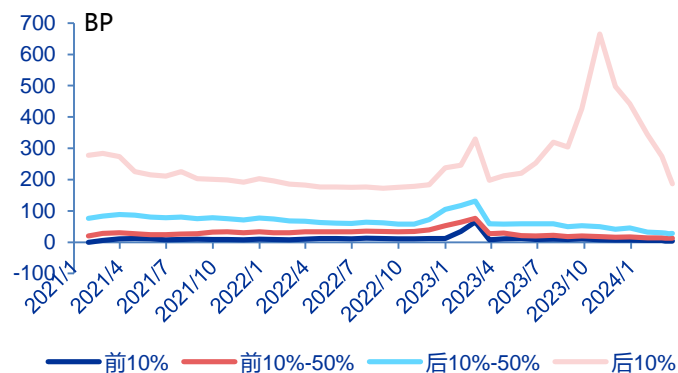
食品饮料行业超额利差 (BP)



基础化工行业超额利差 (BP)

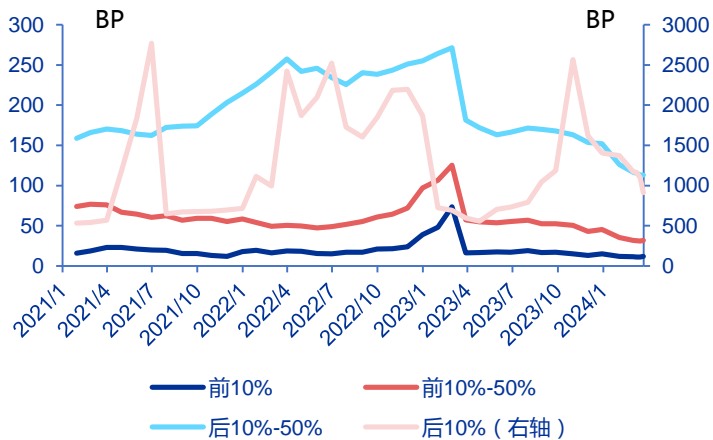


交通运输行业超额利差 (BP)



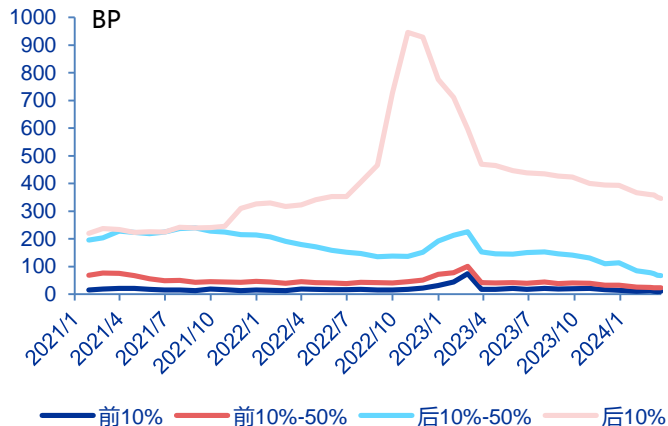
1.1.7 各行业超额利差收窄程度存在分化

房地产行业超额利差 (BP)



资料来源：Wind，申万宏源研究

商贸零售行业超额利差 (BP)

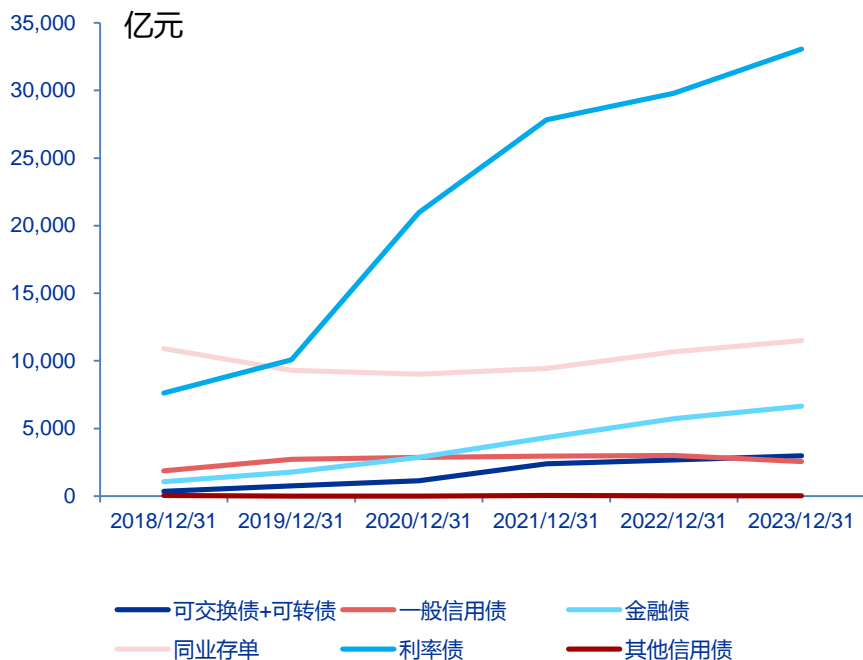


资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2.1 维度二：公募基金重仓产业债看需求

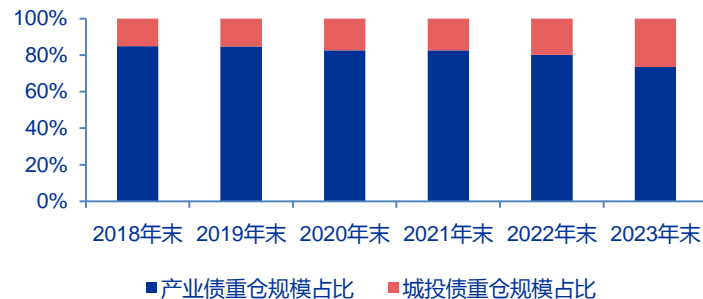
- 2018年以来，公募基金重仓券整体向利率债倾斜。2023年末公募基金重仓券中，一般信用债的规模整体较2022年末小幅下降。
- 公募基金对于一般信用债的持仓向城投债倾斜，产业债的重仓规模占比有所下降。2022年末该占比为80.2%，2023年下半年大幅下降至年末的73.6%。

2018年末以来公募基金重仓券中，一般信用债规模增长不及利率债和金融债



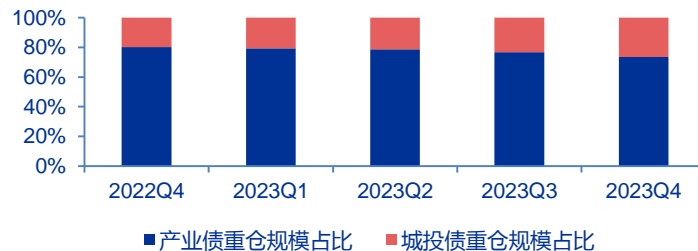
资料来源：Wind，申万宏源研究

2018年末-2023年末，公募基金重仓券中，产业债和城投债占比情况



资料来源：Wind，申万宏源研究

2023年公募基金重仓券中，产业债在非金融信用债中的占比下降



资料来源：Wind，申万宏源研究

1.2.2 公募基金重仓产业债各行业占比变化

- 2023年末公募基金重仓的产业债中，建筑装饰、房地产、煤炭、综合、钢铁、有色金属、建筑材料、电子行业的持仓规模占比较2022年末有所增加。

公募基金重仓产业债各行业占比变化

行业	2018年末	2019年末	2020年末	2021年末	2022年末	2023年末	2023年末较 2018年末占比 变化	2023年末较 2022年末占比 变化
交通运输	16%	16%	14%	19%	16%	13%	-3%	-3%
公用事业	13%	12%	15%	20%	19%	13%	1%	-6%
非银金融	9%	8%	9%	8%	12%	13%	3%	0%
建筑装饰	6%	7%	8%	7%	8%	12%	6%	4%
房地产	10%	12%	12%	9%	8%	11%	1%	3%
综合	4%	5%	6%	5%	5%	6%	2%	1%
煤炭	7%	7%	4%	4%	4%	6%	-1%	2%
钢铁	4%	6%	4%	3%	4%	4%	0%	1%
石油石化	9%	5%	7%	6%	6%	3%	-6%	-3%
有色金属	3%	4%	3%	2%	2%	3%	-1%	1%
商贸零售	1%	2%	2%	1%	2%	3%	1%	0%
食品饮料	2%	2%	2%	1%	2%	2%	0%	0%
建筑材料	1%	1%	1%	1%	1%	2%	0%	1%
电子	2%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%
社会服务	1%	1%	2%	1%	1%	1%	0%	0%
环保	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%
基础化工	1%	1%	2%	1%	2%	1%	0%	-1%
医药生物	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
计算机	1%	1%	1%	0%	1%	1%	0%	0%
机械设备	2%	2%	1%	2%	1%	1%	-1%	0%
电力设备	0%	0%	1%	1%	0%	1%	0%	0%
汽车	1%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	-1%
传媒	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
农林牧渔	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
国防军工	1%	1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
通信	1%	2%	2%	0%	0%	0%	-1%	0%
纺织服饰	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
家用电器	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
轻工制造	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：Wind，申万宏源研究

1.3.1 维度三：成交换手率看流动性

- 分行业看，以中期票据为例，2023年建筑装饰、煤炭、综合、钢铁、有色金属、商贸零售、社会服务等行业换手率较高（年度换手率都在150%以上）。
- 从最近滚动三个月换手率来看（截至2024/3/12），计算机、综合、建筑材料、机械设备、煤炭、基础化工行业的换手率相对较好。

产业债中期票据分行业的换手率、季度换手率情况

行业	中票年换手率		中票季度换手率				滚动三个月换手率 (截至2024/3/12)	中票债券存量 2024/3/12 (亿元)
	2022年换手率	2023年换手率	2023Q1季度换手率	2023Q2季度换手率	2023Q3季度换手率	2023Q4季度换手率		
公用事业	162%	134%	39%	33%	35%	30%	26%	11760
建筑装饰	152%	172%	48%	39%	43%	40%	34%	8379
房地产	170%	149%	37%	37%	39%	36%	37%	8378
交通运输	138%	135%	34%	36%	35%	32%	34%	8369
非银金融	136%	126%	38%	37%	27%	28%	30%	6962
煤炭	172%	169%	43%	41%	40%	50%	45%	4515
综合	150%	158%	38%	34%	50%	41%	50%	3697
钢铁	168%	183%	48%	48%	46%	47%	42%	1990
有色金属	153%	154%	37%	32%	43%	41%	37%	1726
石油石化	111%	100%	29%	18%	25%	34%	39%	1655
商贸零售	153%	166%	42%	42%	38%	47%	41%	1508
社会服务	147%	162%	41%	37%	41%	44%	41%	1478
基础化工	150%	125%	36%	29%	33%	44%	45%	943
环保	162%	150%	34%	39%	39%	43%	35%	763
电子	187%	153%	42%	48%	29%	30%	35%	759
食品饮料	184%	161%	49%	40%	42%	34%	32%	749
建筑材料	136%	170%	37%	40%	43%	55%	49%	562
医药生物	133%	140%	33%	42%	35%	38%	34%	482
机械设备	176%	167%	44%	29%	53%	49%	47%	341
汽车	115%	113%	29%	25%	41%	24%	28%	245
传媒	130%	145%	43%	30%	45%	28%	43%	230
电力设备	110%	157%	22%	61%	32%	41%	38%	229
农林牧渔	106%	133%	27%	32%	42%	49%	35%	169
纺织服饰	107%	97%	19%	25%	27%	26%	23%	112
计算机	126%	116%	33%	41%	36%	24%	66%	110

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：存量规模在100亿元以下的行业由于样本较少容易受到单个主体影响，因此未展示。

1.3.2 分行业成交数据与流动性分析

- 以短期融资券为例，产业债存量较大的行业中，2023年交通运输、建筑装饰、煤炭行业的换手率较高，年度换手率均达到550%以上。
- 从最近滚动三个月换手率来看（截至2024/3/12），交通运输、农林牧渔、建筑材料、电子、商贸零售、房地产、建筑装饰行业的换手率相对较高。

产业债短期融资券分行业的换手率、季度换手率情况

行业	短融年换手率		短融季度换手率				滚动三个月换手率 (截至2024/3/12)	短融债券存量 (亿元)
	2022年换手率	2023年换手率	2023Q1季度换手率	2023Q2季度换手率	2023Q3季度换手率	2023Q4季度换手率		
交通运输	508%	551%	117%	123%	122%	124%	96%	2227
公用事业	534%	524%	128%	125%	144%	119%	79%	2216
建筑装饰	618%	608%	142%	115%	121%	133%	85%	2139
非银金融	376%	430%	119%	105%	95%	83%	69%	1256
房地产	362%	433%	110%	93%	92%	74%	86%	1226
综合	384%	484%	111%	85%	141%	88%	60%	803
商贸零售	440%	393%	81%	95%	105%	69%	87%	568
煤炭	298%	580%	155%	93%	83%	87%	80%	479
钢铁	549%	434%	113%	90%	108%	116%	76%	458
有色金属	511%	445%	94%	116%	78%	99%	70%	434
环保	499%	511%	109%	73%	111%	94%	82%	379
基础化工	435%	352%	98%	104%	85%	78%	68%	301
石油石化	1396%	712%	143%	110%	89%	142%	71%	293
社会服务	359%	387%	94%	78%	83%	80%	77%	248
医药生物	482%	474%	102%	113%	83%	108%	39%	227
机械设备	918%	979%	131%	150%	102%	163%	44%	200
建筑材料	505%	424%	98%	122%	49%	87%	94%	190
传媒	447%	422%	73%	91%	115%	93%	56%	148
电子	561%	666%	153%	125%	85%	98%	88%	134
汽车	573%	424%	100%	72%	115%	130%	79%	108
农林牧渔	392%	335%	69%	87%	69%	99%	95%	100

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：存量规模在100亿元以下的行业由于样本较少容易受到单个主体影响，因此未展示。此外，食品饮料、通信行业的债券在季末与非季末的规模差别较大，用季初季末平均值作为分母计算换手率，容易产生较大的误差，也未展示。

1.3.3 分隐含评级数据与流动性分析

■ **中期票据：2023年下半年隐含评级为AA-、AA(2)、AA的季度换手率普遍都在40%以上。较2022年，2023年隐含评级为AA、AA(2)和AA-换手率均有所提升。**

■ **短期融资券：2023年隐含评级为AAA+、AAA、AAA-和AA+的季度换手率表现较好，均高于100%。从边际变化看，隐含评级为AA、AA-的产业债短融换手率提升幅度均较大，反映出市场短债下沉的策略。**

产业债中期票据分行业的换手率、季度换手率情况

中债隐含评级	中票年换手率		中票季度换手率				滚动三个月换手率(截至2024/3/12)	中票债券存量(亿元)
	2022年换手率	2023年换手率	2023Q1季度换手率	2023Q2季度换手率	2023Q3季度换手率	2023Q4季度换手率		
AAA+	110%	81%	28%	27%	16%	15%	18%	5490
AAA	156%	125%	34%	30%	32%	30%	30%	15075
AAA-	174%	163%	47%	37%	42%	38%	36%	7474
AA+	163%	162%	42%	41%	42%	38%	39%	18569
AA	161%	169%	45%	41%	43%	42%	40%	15091
AA(2)	146%	190%	49%	47%	48%	47%	43%	2793
AA-	111%	201%	39%	46%	69%	93%	69%	1364
A+	98%	63%	19%	17%	13%	27%	17%	73
A	90%	37%	23%	6%	0%	0%	0%	15

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：隐含评级在A级以下的样本数较少，未展示换手率数据

产业债短期融资券分行业的换手率、季度换手率情况

中债隐含评级	短融年换手率		短融季度换手率				滚动三个月换手率(截至2024/3/12)	短融债券存量(亿元)
	2022年换手率	2023年换手率	2023Q1季度换手率	2023Q2季度换手率	2023Q3季度换手率	2023Q4季度换手率		
AAA+	613%	497%	119%	109%	122%	110%	56%	1137
AAA	608%	628%	136%	135%	131%	136%	103%	3048
AAA-	795%	911%	161%	177%	181%	184%	109%	2460
AA+	507%	520%	121%	110%	106%	113%	87%	3925
AA	337%	403%	107%	86%	92%	76%	67%	3744
AA(2)	314%	345%	99%	72%	89%	81%	59%	944
AA-	262%	440%	79%	87%	137%	76%	51%	308
A+	277%	253%	50%	41%	46%	16%	24%	22

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：隐含评级在A+级以下的样本数较少，未展示换手率数据

1.3.4 永续品种具有高票息优势

- 永续品种具有高票息优势，受到市场较强的关注，但从成交看，产业类永续债流动性并未有持续性的上涨。近三个月煤炭、社会服务、钢铁、基础化工行业的永续债换手率较高。相较2022年，2023年煤炭行业永续债换手率下降，社会服务、钢铁、基础化工行业换手率提升。
- 隐含评级为AA-和AA(2)的永续债换手率在2023Q4出现短暂性的提升。相较2022年，除AAA+外，2023年其他A+级及以上隐含评级的永续债年换手率均有所上升。

产业类永续债分行业换手率情况

行业	永续债年换手率		永续债季度换手率				滚动三个月换手率 (截至2024/3/12)	永续债债券存量 (亿元)
	2022年 换手率	2023年 换手率	2023Q1 季度换手率	2023Q2 季度换手率	2023Q3 季度换手率	2023Q4 季度换手率		
公用事业	99%	129%	37%	28%	34%	27%	20%	6805
建筑装饰	75%	90%	27%	18%	22%	22%	15%	6628
交通运输	83%	103%	29%	29%	24%	21%	24%	2845
煤炭	147%	132%	33%	30%	30%	46%	34%	1977
石油石化	35%	46%	12%	9%	7%	19%	23%	1320
钢铁	118%	155%	42%	42%	34%	53%	33%	819
综合	96%	132%	37%	32%	44%	25%	21%	785
房地产	116%	122%	33%	32%	32%	25%	20%	755
有色金属	132%	125%	29%	31%	33%	31%	24%	573
建筑材料	37%	58%	16%	11%	9%	21%	6%	557
非银金融	57%	47%	11%	10%	10%	14%	12%	508
社会服务	111%	161%	38%	41%	34%	45%	34%	426
商贸零售	189%	156%	50%	35%	42%	23%	25%	322
基础化工	41%	60%	2%	13%	2%	50%	29%	314
环保	65%	67%	17%	14%	21%	12%	12%	241
电子	71%	87%	26%	30%	15%	27%	24%	185
食品饮料	66%	81%	25%	20%	29%	10%	6%	151
医药生物	101%	95%	31%	29%	23%	22%	9%	133
机械设备	80%	82%	38%	27%	10%	16%	17%	98
电力设备	24%	55%	17%	11%	8%	21%	2%	64
计算机	33%	111%	22%	53%	11%	13%	27%	20
纺织服饰	127%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15
农林牧渔	140%	254%	105%	54%	70%	24%	10%	5

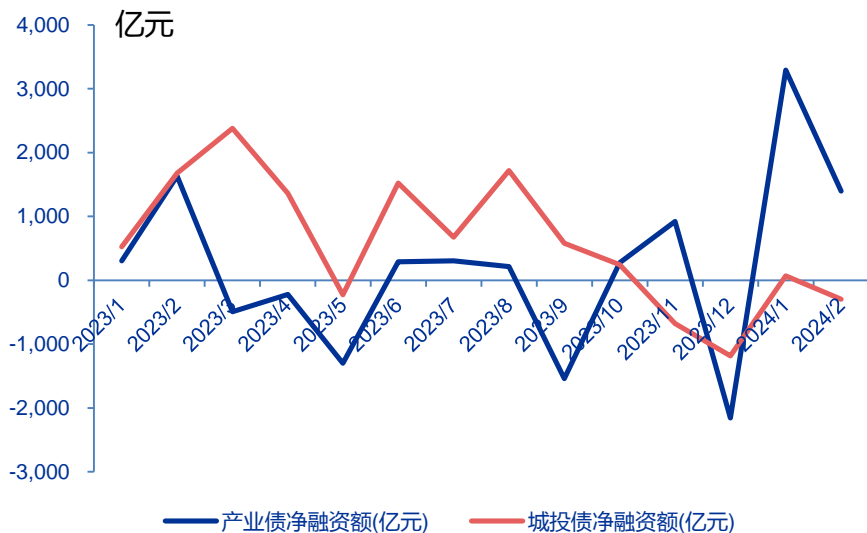
产业类永续债分隐含评级换手率情况

中债隐含评级	永续债年换手率		永续债季度换手率				滚动三个月换手率 (截至2024/3/12)	2024/3/12债券存量 (亿元)
	2022年 换手率	2023年 换手率	2023Q1 季度换手率	2023Q2 季度换手率	2023Q3 季度换手率	2023Q4 季度换手率		
AAA+	176%	104%	27%	23%	63%	23%	9%	95
AAA	87%	93%	24%	21%	24%	21%	20%	4145
AAA-	70%	92%	30%	20%	24%	17%	14%	6733
AA+	93%	105%	31%	27%	25%	25%	19%	8180
AA	112%	137%	38%	33%	34%	34%	26%	5109
AA(2)	195%	199%	51%	53%	47%	72%	30%	306
AA-	105%	172%	32%	36%	40%	92%	63%	1113
A+	28%	57%	24%	15%	1%	0%	0%	20
A	64%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15

1.4.1 维度四：一级市场认购看需求边际变化

- 受益于信用债融资成本降低、相比于信贷的性价比提升，2024年以来产业债净融资回暖。2024年1月、2月产业债净融资额分别为3293亿元、1399亿元，对比2023年全年产业债合计净融资流出1760亿元，有明显改善。
- 从结构上看，产业债不同属性的分化仍然明显，产业债净融资增量主要来自央国企。

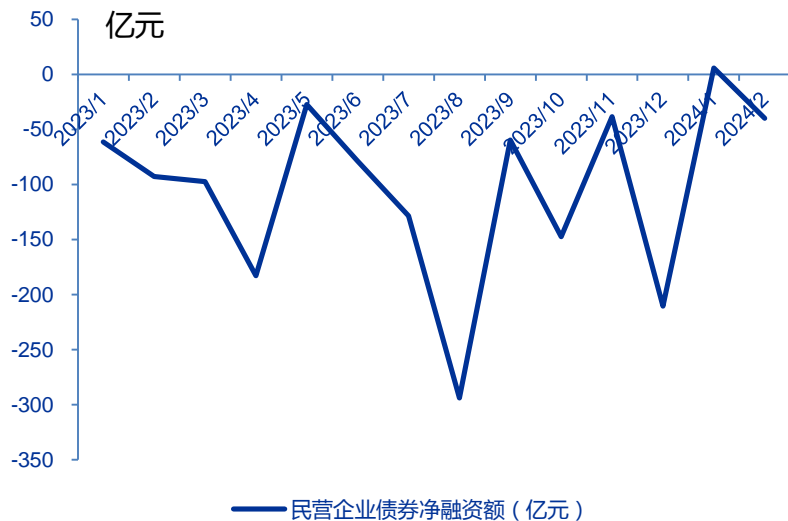
2024年以来产业债净融资出现改善



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：统计口径为短融、中票、公司债、企业债、定向工具（剔除金融行业所发行的），城投债为Wind口径

民企债券净融资在1月回正，2月再次转负



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：统计口径为短融、中票、公司债、企业债、定向工具（剔除金融行业所发行的）

1.4.2 高票息产业类国企债认购情绪较好

- 3月以来，债券样本规模较大的行业中，多元金融、综合、电力、煤炭开采行业的平均全场认购倍数较高、认购倍数平均值在3以上。
- 港口、高速公路，专业工程行业的平均全场认购倍数较高。

分行业认购情况

城投/产业	细分行业	1月平均全场倍数	2月平均全场倍数	3月平均全场倍数 (截至3月19日)	1月中标利率 (%)	2月中标利率 (%)	3月中标利率 (%) (截至3月19日)	1月样本对应的发行规模 (亿元)	2月样本对应的发行规模 (亿元)	3月样本对应的发行规模 (亿元) (截至3月19日)	
城投	对比组:城投	4.4	4.7	3.7	3.1%	2.8%	2.8%	1,104	1,444	1,866	
	多元金融	3.1	3.0	3.2	3.1%	2.9%	2.8%	69	204	260	
	贸易	2.9	3.1	2.5	3.2%	2.9%	2.9%	132	140	111	
	综合	3.4	3.5	7.5	3.3%	2.9%	2.9%	40	102	139	
	电力	2.7	2.9	8.8	3.1%	3.0%	2.7%	54	70	78	
	基础设施建设	3.8	2.6	2.9	3.2%	3.0%	2.8%	42	90	63	
	房地产开发	2.7	3.0	1.9	3.3%	3.7%	3.1%	63	53	61	
	煤炭开采	2.8	3.0	5.8	3.4%	2.9%	3.2%	28	80	65	
	铁路运输	5.3	-	2.0	3.0%	-	2.4%	10	-	100	
	港口	2.7	5.3	3.2	3.0%	2.8%	2.6%	13	35	56	
	旅游综合	3.3	4.2	2.5	3.3%	3.1%	2.8%	14	22	48	
	房屋建设	1.0	3.4	2.0	2.8%	2.7%	2.5%	1	14	63	
	高速公路	3.9	3.5	3.4	2.8%	2.9%	2.6%	8	30	39	
	环保工程及服务	3.1	2.4	2.1	2.8%	2.7%	2.8%	3	20	50	
	钢铁	2.4	2.8	2.0	3.0%	2.9%	2.8%	12	15	43	
	化学制品	8.4	3.2	-	3.0%	2.7%	-	8	43	-	
	水泥制造	-	2.2	2.3	-	2.9%	2.9%	-	15	30	
	专业工程	-	3.4	3.5	-	2.9%	2.6%	-	20	24	
	产业	工业金属	1.3	1.4	1.6	3.2%	2.4%	3.6%	9	20	10
		物流	3.4	-	2.3	3.2%	-	2.9%	5	-	30
医药商业		2.6	-	2.9	3.3%	-	2.8%	6	-	26	
一般零售		24.8	3.7	1.4	4.0%	3.4%	3.7%	1	15	15	
饮料制造		3.3	-	4.3	2.8%	-	2.6%	6	-	16	
白色家电		-	-	3.7	-	-	2.9%	-	-	22	
运输设备		-	5.4	-	-	2.7%	-	-	20	-	
食品加工		-	-	2.3	-	-	2.7%	-	-	20	
化学原料		-	-	3.0	-	-	3.6%	-	-	20	
电机		-	-	3.7	-	-	2.6%	-	-	20	
水务		5.4	-	1.9	2.9%	-	2.4%	4	-	15	
通信设备		1.7	1.0	2.1	2.5%	5.2%	3.1%	4	3	10	
种植业		1.0	-	2.2	2.3%	-	2.3%	0	-	15	
高低压设备		-	-	1.6	-	-	3.4%	-	-	15	
农业综合		-	2.4	4.3	-	3.0%	2.6%	-	8	5	
园区开发		2.1	-	2.0	3.0%	-	2.7%	6	-	6	
商业物业经营		-	-	3.9	-	-	2.4%	-	-	10	
服装家纺		4.3	-	1.1	3.2%	-	6.8%	5	-	5	
中药		-	-	3.7	-	-	2.3%	-	-	10	
航空运输		4.2	-	2.1	2.7%	-	2.7%	5	-	5	
电源设备	-	2.7	2.2	-	2.7%	2.6%	-	5	5		

资料来源：Dealing Matrix (DM固收投研终端)，申万宏源研究
注：统计日期为2024/3/19

1.4.2 高票息产业类国企债认购情绪较好

■ 3月以来，认购倍数在5倍及以上的信用债以地方国企为主。

2024年以来全场认购倍数在5倍及以上的产业债明细

发行月份	债券简称	全场倍数	中标利率	发行期限(年)	计划发行规模(亿元)	主体名称	省	主体评级	行业	性质
2024年1月	24晋交投MTN001	5.5	2.78%	1.7	1.7	山西省交通开发投资集团有限公司	山西省	AA+	高速公路	地方国企
2024年1月	24津渤海SCP001	6.3	3.00%	0.7	0.7	天津渤海国有资产经营管理有限公司	天津市	AAA	综合	地方国企
2024年1月	24西岸金融PPN001B	8.4	3.35%	2	2.0	青岛西海岸金融发展有限公司	山东省	AA	贸易	地方国企
2024年1月	24鲁中投资PPN001	8.8	5.00%	3+2	3.0	山东鲁中投资有限责任公司	山东省	AA	综合	地方国企
2024年1月	24云天化MTN001(科创票据)	28.3	2.70%	2.2	2.3	云天化集团有限责任公司	云南省	AA+	化学制品	地方国企
2024年1月	24厦轨绿色债01	5.3	3.04%	10	10.0	厦门轨道交通建设发展集团有限公司	福建省	AAA	铁路运输	地方国企
2024年1月	24武金控MTN001	5.2	3.31%	2+N	2.0	武汉金融控股(集团)有限公司	湖北省	AAA	多元金融	地方国企
2024年1月	24鲁商SCP001	24.8	4.00%	0.7	0.7	山东省商业集团有限公司	山东省	AA+	一般零售	地方国企
2024年1月	24济财K1	5.4	3.20%	3+2	3.0	济南高新财金投资有限公司	山东省	AA+	多元金融	地方国企
2024年1月	24广州净水GN001	7.0	2.76%	3	3.0	广州市净水有限公司	广东省	AAA	水务	地方国企
2024年1月	24朗姿MTN001	5.3	2.98%	2	2.0	朗姿股份有限公司	北京市	AA	服装家纺	民营相对控股企业
2024年1月	24云天化CP001(科创票据)	6.2	2.70%	1	1.0	云天化集团有限责任公司	云南省	AA+	化学制品	地方国企
2024年1月	24甘肃机场SCP001	5.9	2.80%	0.7	0.7	甘肃省民航机场集团有限公司	甘肃省	AA+	机场	地方国企
2024年1月	24金鼎产融SCP001	6.1	3.00%	0.5	0.5	四川能投金鼎产融控股集团有限公司	四川省	AA+	多元金融	地方国企
2024年1月	24新疆城建CP001	20.0	2.77%	1	1.0	新疆城建(集团)股份有限公司	新疆	AA	基础设施建设	地方国企
2024年1月	24发展01	5.9	2.69%	3	3.0	山东发展投资控股集团有限公司	山东省	AAA	综合	地方国企
2024年2月	24北部湾MTN003	12.0	3.20%	2+N	10.0	广西北部湾国际港务集团有限公司	广西	AAA	港口	地方国企
2024年2月	24云天化MTN002(科创票据)	6.5	3.30%	3	6.0	云天化集团有限责任公司	云南省	AA+	化学制品	地方国企
2024年2月	24中航租赁CP001	6.0	2.45%	1	10.0	中航国际融资租赁有限公司	上海市	AAA	多元金融	国有相对控股企业
2024年2月	24陕西旅游MTN002	5.9	3.70%	3	2.0	陕西旅游集团有限公司	陕西省	AA+	旅游综合	地方国企
2024年2月	24连云金控SCP001	5.8	2.52%	0.7	4.0	连云港市金融控股集团有限公司	江苏省	AA+	综合	地方国企
2024年2月	24中车集MTN001	5.4	2.70%	10	20.0	中国中车集团有限公司	北京市	AAA	运输设备	中央国有企业
2024年2月	24京国资MTN001A	5.3	2.78%	10	12.5	北京国有资本运营管理有限公司	北京市	AAA	综合	地方国企
2024年3月	24京能国际MTN001	31.3	3.00%	2+N	8.0	北京能源国际控股有限公司	北京市	AAA	电力	地方国企
2024年3月	24云能投MTN004	69.9	3.80%	2+N	5.0	云南省能源投资集团有限公司	云南省	AAA	综合	地方国企
2024年3月	24渝高速MTN002	5.9	2.67%	5	10.0	重庆高速公路集团有限公司	重庆市	AAA	高速公路	地方国企
2024年3月	24浙能源MTN001	7.1	2.70%	10	10.0	浙江省能源集团有限公司	浙江省	AAA	电力	地方国企
2024年3月	24津融资产PPN001	14.0	3.00%	1	5.0	天津津融资产管理有限公司	天津市	-	多元金融	地方国企
2024年3月	24澳柯玛集MTN001	7.0	3.00%	2+1	7.0	青岛澳柯玛控股集团有限公司	山东省	AA	白色家电	地方国企
2024年3月	24鲁中投资PPN002	14.5	3.80%	3+2	5.0	山东鲁中投资有限责任公司	山东省	AA	综合	地方国企
2024年3月	24易鑫租赁SCP001	5.3	4.50%	0.7	1.0	上海易鑫融资租赁有限公司	上海市	AA+	多元金融	中外合资企业
2024年3月	24新疆能源CP001	5.9	2.47%	1	5.0	新疆能源(集团)有限责任公司	新疆	AA+	贸易	地方国企
2024年3月	24豫能化PPN001	22.7	4.30%	2+1	10.0	河南能源集团有限公司	河南省	BB	煤炭开采	地方国企

1.5 产业债静态票息的赚钱效应减弱，预计对流动性较好的品种偏好提升

- 保持流动性、“抗波动”（防范估值调整风险）或是当下的主要诉求。非法人产品可能已经转向防守思维，预计对流动性较好的品种偏好提升。
- 票息策略上，优质主体拉久期、短端信用下沉的博弈仍在继续，需要关注：
- （1）永续债品种利差前期引起市场关注和博弈，但从成交来看，产业类永续债流动性并未有持续性的上涨，预计买入方主要放在“持有至到期”账户，导致近三个月换手率边际有所下降。
- （2）近期部分区域产业国企发行票息较高债券，一级认购倍数均较高（如山东、云南等省份的产业类省级国企所发行债券）。产业国企受到“稳杠杆”的硬约束，供不应求的格局短期内难以扭转。但中期来看，由于产业国企“刚兑”预期已被打破，如果弱资质国企在信用利差性价比出清后，市场可能转向防守思维。
- 央国企债券筛选思路将在第二章讨论

主要内容

1. 利差、换手、认购、持仓四维度复盘
2. 基于属性、规模及基本面的个券筛选
3. 策略：关注央企债拉久期、产业地方国企基本面改善、CRMW增信机会

2.1 属性、规模、ROA、债务率指标将发债主体划分十二类

■ 资产规模+属性

- 我们在2021年8月16日《市场如何为国企债券信用风险定价？》报告中分析，市场对央企更看重资产规模大小。样本资产规模在1000亿元以上的央企较受市场认可。同样的，市场对大中型产业类地方国企资质更加认可：总资产在500亿元以上的主体来看利差没有明显差距，但总资产500亿元以下的企业发债信用利差差距明显。
- 非国企方面，市场对非国企 ROA 要求更高，ROA 高于 8%的非国企发债信用利差才有较明显优势，而 ROA 高于 5%的产业类地方国企和 ROA 高于 2%的央企相较其他企业就已具备比较强的信用利差优势。
- 实际上，国企属性不仅整体降低企业发债信用利差，也影响市场对不同财务指标的重视程度。

按照上述思路，将发债主体划分为十二个类别的主体

央企分类	地方国企分类	非国企分类（剔除非银金融行业）	
(1) 资产规模在1000亿元以上	(1) 资产规模在500亿元以上的	(1) 资产规模在500亿元以上的，近三年平均ROA高于8%的	(4) 资产规模在500亿元以上的，近三年平均ROA低于8%的
(2) 资产规模在1000亿元以下的、过去三年平均ROA高于2%的	(2) 资产规模在500亿元以下的、过去三年平均ROA高于5%的	(2) 资产规模在500亿元以下，近三年平均ROA高于8%的、带息债务/资产低于30%的	(5) 资产规模在500亿元以下，近三年平均ROA高于8%的、带息债务/资产高于30%的
(3) 资产规模在1000亿元以下的、过去三年平均ROA低于2%的	(3) 资产规模在500亿元以下、过去三年平均ROA低于5%的	(3) 资产规模在500亿元以下，近三年平均ROA低于8%的、带息债务/资产低于30%的	(6) 资产规模在500亿元以下，近三年平均ROA低于8%的、带息债务/资产高于30%的

资料来源：申万宏源研究

2.2 从主体类别、票息看当下稀缺资产

■ 基于这十二个类别的视角，我们认为后续重点关注的“稀缺”资产是以下类别中票息相对较高、同时结合定性定量因素判断基本面存在改善逻辑的：

- 央企（1）：资产规模在1000亿元以上的央企
- 央企（2）：资产规模在1000亿元以下的央企、ROA达到2%以上的央企
- 产业地方国企（1）：资产规模在500亿元以上的产业地方国企
- 产业地方国企（2）：资产规模在500亿元以下、ROA达到5%以上的产业地方国企
- 非国企（1）：资产规模在500亿元以上、ROA达到8%以上的非国企
- 此外，非国企（4）（资产规模在500亿元以上、ROA在8%以下的主体）并非板块性推荐，但存在个体挖掘机会。注：本次划分中，资产规模使用2023Q3数据，ROA使用23Q3(TTM)、22年、21年平均，带息债务/资产使用2023Q3数据
- 非国企（5）类型仅有5亿元样本，因此在后续讨论中剔除该类数据。

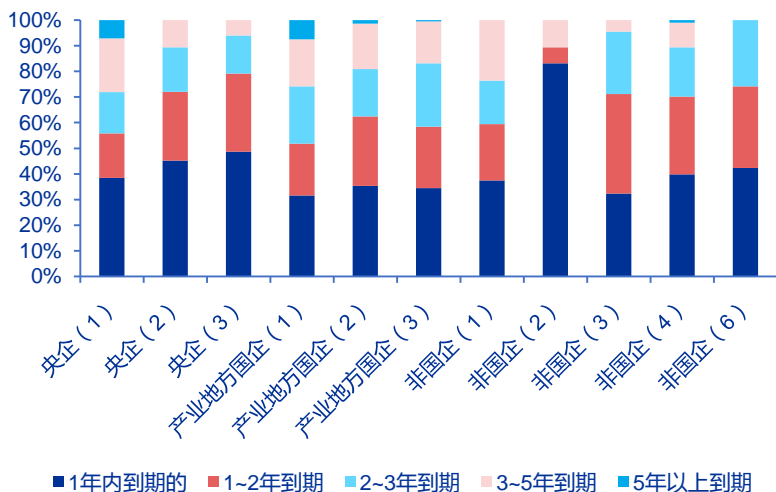
样本债券规模分布

类型	非永续债存量规模（亿元）	非永续债收益率在2.8%以下的占比（20240322）	永续债存量规模（亿元）	永续债收益率在2.8%以下的占比（20240322）
央企（1）	24,373	89%	10,589	98%
央企（2）	1,785	85%	781	83%
央企（3）	925	90%	380	61%
产业地方国企（1）	28,200	79%	6,290	84%
产业地方国企（2）	1,275	79%	103	80%
产业地方国企（3）	3,846	60%	237	68%
非国企（1）	550	84%	9	0%
非国企（2）	47	32%	-	-
非国企（3）	135	52%	-	-
非国企（4）	3,052	27%	75	27%
非国企（6）	120	38%	15	0%

2.3 各类型主体的债券规模分布情况

- 央国企指标重要性：规模>ROA
- 非国企指标重要性：ROA>规模>带息债务比
- 从期限来看，央企（1）类和产业地方国企（1）类提供了5年以上信用债的挖掘空间

分剩余期限的样本分布情况(剔除永续债)



资料来源：Wind，申万宏源研究

主体及期限分类规则

类型	资产规模 (2023Q3)	近三年平均 ROA(2023TTM /2022/2021),%	带息债务 /资产 (2023 Q3)	指标重要性排序的假设
央企(1)	>=1000亿元	-	-	
央企(2)	<1000亿元	>=2%	-	规模>ROA
央企(3)	<1000亿元	<2%	-	
产业地方国企(1)	>=500亿元	-	-	
产业地方国企(2)	<500亿元	>=5%	-	规模>ROA
产业地方国企(3)	<500亿元	<5%	-	
非国企(1)	>=500亿元	>=8%	-	
非国企(2)	<500亿元	>=8%	<30%	
非国企(3)	<500亿元	>=8%	>=30%	ROA>规模>带息债务比
非国企(4)	>=500亿元	<8%	-	
非国企(5)	<500亿元	<8%	<30%	
非国企(6)	<500亿元	<8%	>=30%	

剩余期限分类	具体筛选方法
1年以内到期	24Q2-25Q1到期
1~2年到期	25Q2-26Q2到期
2~3年到期	26Q2-27Q3到期
3~5年到期	27Q2-29Q3到期
5年以上到期	29Q3以后到期

资料来源：申万宏源研究

注：剔除永续债，其他含提前赎回权债券假设提前赎回日为到期日

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/817011002051006056>