

图表 21: 8月下旬以来保险信用债周度净买入(亿元,%)	15
图表 22: 8月下旬以来基金信用债周度净买入(亿元,%)	15
图表 23: 8月下旬以来理财信用债周度净买入(亿元,%)	16
图表 24: 理财存续规模变化(万亿元)	16
图表 25: 全国在2025年-2027年6月底间到期的城投债(亿元,%)	17
图表 26: 重点化债省市中在2025年-2027年6月底间到期的AA+及以上省级平台城投债(亿元,%)	17
图表 27: 非重点省市城投债流动性情况(亿元,%)	18
图表 28: 城投债提前兑付情况统计(亿元,只)	19
图表 29: 2024年前三季度各行业发债主体净利润和经营性净现金流同比增速(%)	20
图表 30: 各行业产业债平均利差与2024年初至今历史分位数水平(BP,%)	20
图表 31: 隐含AAA-级银行二级资本债收益率(%)	21
图表 32: 隐含AA+级银行二级资本债收益率(%)	21
图表 33: 部分城农商行Q3公募基金前十大持仓总市值与平均利差(亿元,BP)	21
图表 34: AAA级ABS优先级与同主体信用债平均估值对比(%,BP)	22
图表 35: 估值溢价在20BP以上的ABS优先级产品(按期限从长至短展示前15只产品)(年,%,BP)	22
图表 36: 公募REITs经营、分红、收益率情况(%,次,亿元)	23

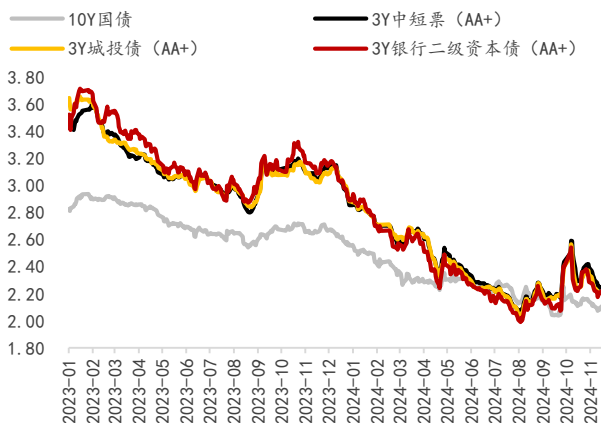
1. 2024 年信用债市场回顾

2024 年以来，信用债市场可谓是“冰火两重天”，先是经历了上半年极致“资产荒”的推动，利差压缩至历史低点，后经历下半年“流动性应对”与“股债跷跷板”下，利差从底部反弹；同时化债行情贯穿全年，走出了一波震荡牛市行情。

1.1 1-7 月：化债行情遇上“资产荒”

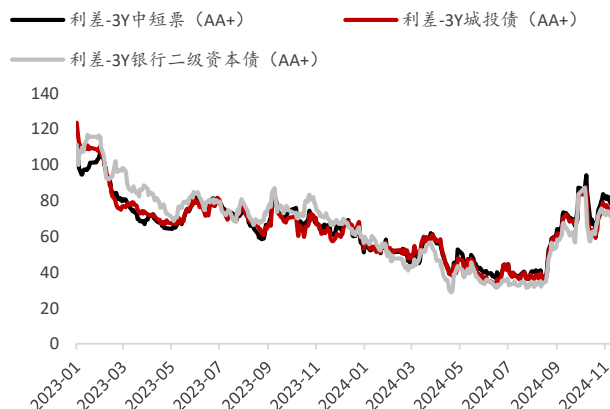
2024 年 1-7 月，信用债市场整体走牛，截至 7 月末 10 年期国债、3 年期 AA+ 中短票、3 年期 AA+ 城投债、3 年期 AA+ 二级资本债的收益率分别较年初下行 41BP、76BP、78BP 及 86BP。这一阶段的信用债市场主要受供求关系不平衡影响，从而演绎出极致“资产荒”行情。供给方面，一揽子化债政策下，城投平台融资环境持续趋严，借新还旧成为最主要的募资用途，新增融资受限背景下，城投债净融资收缩明显。需求方面，市场利率定价自律机制于 2024 年 4 月发布《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》，“手工补息”取消后存款流失，部分对公活期存款转移至资管产品，债市迎来大量非银资金流入。

图表1：主要债券品种收益率走势（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

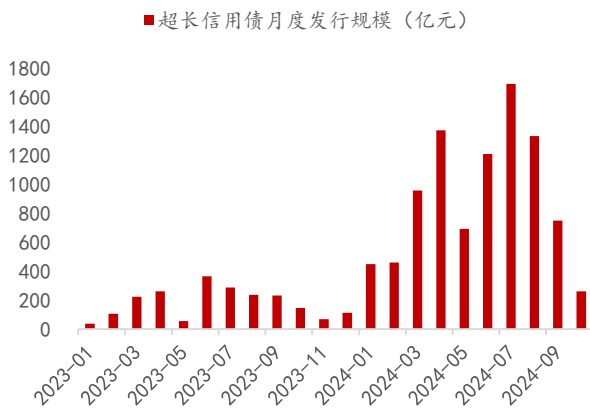
图表2：主要债券品种信用利差走势（BP）



资料来源：ifind，国联证券研究所

“资产荒”极致演绎下，机构在欠配压力下转向久期要收益，开始追逐流动性溢价，并因此带动了一轮超长信用债的行情。一方面，2024 年 3 月起，超长信用债发行放量明显，3-9 月的月度发行规模均在 600 亿元以上，明显高于去年同期水平。另一方面，超长信用债的二级市场活跃度也明显提升，2024 年 3 月整体换手率由 2 月的 2.40% 提升至 4.63%，7 月上升至年内高点 8.39%。

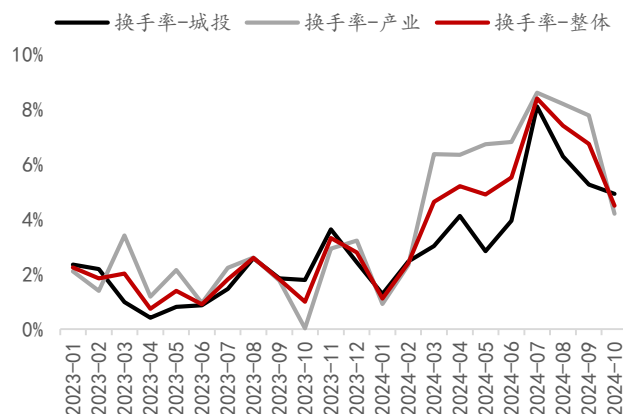
图表3：超长信用债月度发行规模（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所

注：样本选择为发行期限（以行权计）在7年及以上的信用债

图表4：超长信用债月度换手率（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

注：样本选择为剩余期限（以行权计）在7年及以上的信用债

1.2 8-11月：受政策和情绪主导，信用波动加剧

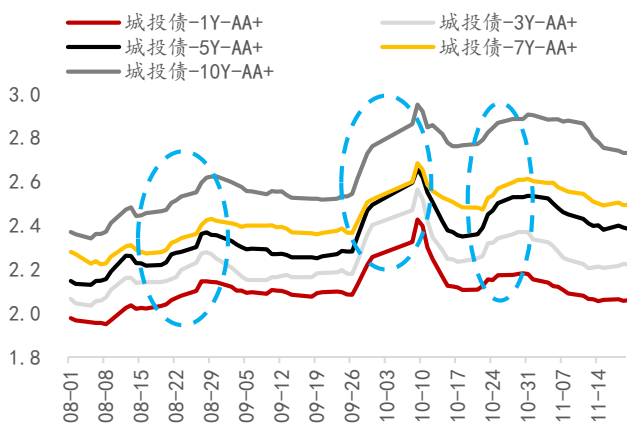
上半年信用债“资产荒”行情极致演绎，市场策略逐渐从信用下沉转向拉久期，推动信用利差和期限利差极致压缩。然而，由于利差保护空间不足以及市场对流动性溢价的过度定价，信用债市场实则较为脆弱，一旦出现扰动因素，便易引发大幅调整。8-11月，在股债跷跷板效应、财政加码预期、止盈情绪强化等影响下，信用债因流动性偏弱的特点而波动幅度更大，累计出现三轮集中调整，其中低评级、长久期品种收益率调整幅度更大。

第一轮调整：2024年8月初-8月底。8月初央行多次向市场提示长债利率风险，虽然10Y国债在快速上行后迅速回落，但依然引起了信用债的连锁反应，市场对流动性的担忧情绪迅速蔓延，进而对流动性更弱的信用债产生更大的冲击。同时，“资产荒”的极致演绎下，利差保护空间不足，在债市调整时信用债更易受流动性风险冲击，进而放大估值波动。尤其是超长信用债，不少机构在二季度获得了较为可观的票息收益和资本利得。然而，由于前期已积攒较多浮盈，机构策略也较趋同，一旦市场出现调整，出于收益变现或提升组合流动性以应对负债端压力等考虑，这类前期收益可观但流动性偏弱的长久期信用债就易首先遭到抛售，进一步放大市场波动。

第二轮调整：2024年9月24日-10月9日。9月24日，央行宣布降准、降息、调降存量房贷利率等一系列货币政策，市场风险偏好得到提振，股债跷跷板效应明显，叠加投资者对于财政政策加码的预期增强，债市止盈情绪强化，收益率出现全线上行。信用债受制于偏弱的流动性，调整幅度大于利率债，叠加理财赎回债基，基金负债端压力增大而大幅净卖出信用债，导致利差进一步走阔，一度引发“赎回潮”担忧。

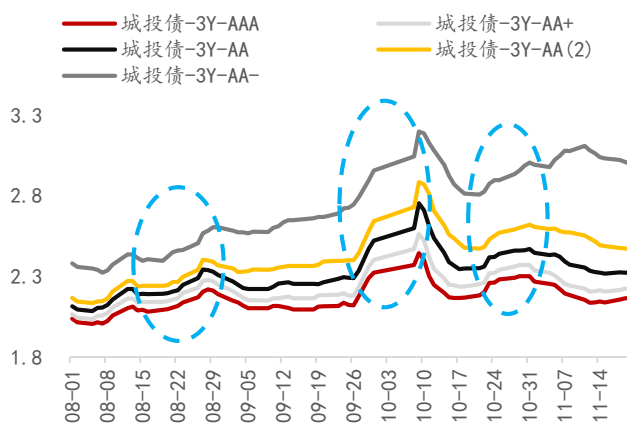
第三轮调整：2024年10月18日-10月末。与前两轮相比，本轮信用债调整幅度相对较小，主要受股债跷跷板效应、理财预防性赎回、财政增量政策预期反复横跳、月末流动性偏紧等因素扰动，市场情绪整体偏弱，收益率易上难下。

图表5：2024年8-10月信用债的三轮调整（期限角度）（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2024年8-10月信用债的三轮调整（评级角度）（%）



资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 主线一：化债与退平台交织

2.1 化债方案敲定，“置换存量隐债”专项债预计将有序发行

全国人大常委会办公厅于2024年11月8日召开的新闻发布会明晰了未来几年的化债方案：（1）一次性新增6万亿元地方专项债限额，分三年实施，2024-2026年间每年安排2万亿元。（2）自2024年起连续5年从新增地方专项债中安排8千亿元用于化债，累计4万亿元。（3）2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元仍按原合同偿还。

据财政部部长蓝佛安介绍，2023年底全国隐债规模约为14.3万亿元，政策协同发力后能够消化的隐债规模约为12万亿元，即2028年以前，地方需要消化的隐债规模将大幅下降至2.3万亿元，极大减轻了地方政府的化债压力。

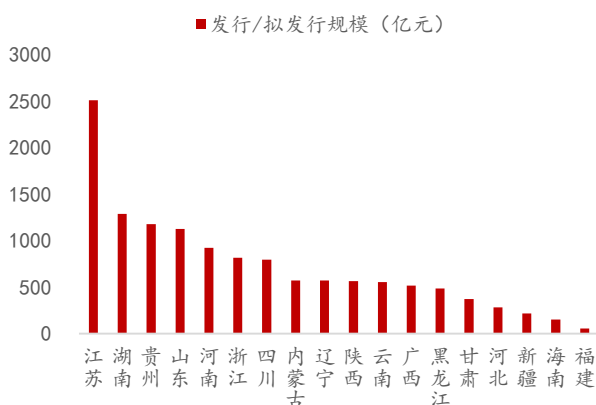
图表7：2024年11月全国人大常委会办公厅新闻发布会公布的化债方案主要内容

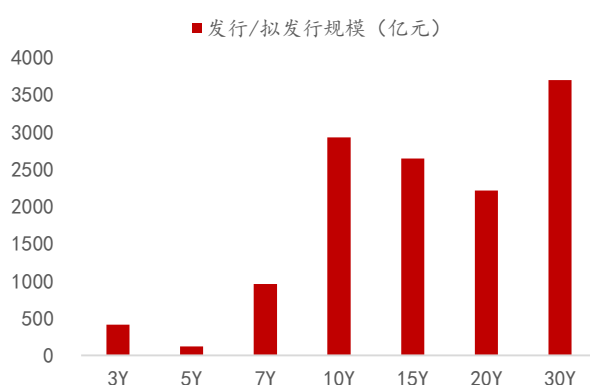
	2024年	2025年	2026年	2027年	2028年
化债总额	14.3万亿元				
新增6万亿债务限额	2万亿元	2万亿元	2万亿元	-	-
用于化债的新增专项债	0.8万亿元	0.8万亿元	0.8万亿元	0.8万亿元	0.8万亿元
棚户区改造隐债	2万亿元（2029年及以后到期，按原合同偿还）				
地方承担的化债任务	0.46万亿元	0.46万亿元	0.46万亿元	0.46万亿元	0.46万亿元

资料来源：中国人大网，国联证券研究所

全国化债方案落地后，多地陆续作出响应：江苏、贵州、山东等地相继披露发行或拟发行再融资专项债，募资用途明确表述为“用于置换存量隐性债务”，拉开了本轮置换债的序幕，拟发行金额合计约1.3万亿元，发行期限明显偏长，10年及以上品种占比约88%。同时11月以来福建、山东、贵州、青海、江西、内蒙古、湖北、河北、江苏、北京等地已召开人大常委会主任会议，审议地方预算调整方案的报告，预计讨论通过新增地方债务限额后，各地将加速启动置换债发行工作。

展望明年，我们认为化债仍是信用债市场的基本主线。受益于大规模隐债置换，城投平台以及建筑类国企等主体的短期偿债压力有望缓解，3年以内债券的信用风险整体较低，弱区域信用利差仍有一定压缩空间。且随着置换资金陆续落地，城投债或出现一轮提前兑付潮，届时中短端城投债供给或将进一步收缩。

图表8：“置换隐债专项债”发行/拟发行地区统计（亿元）

 资料来源：DM，国联证券研究所
 注：宁波、大连、青岛纳入对应省份计算，数据截至2024年11月27日

图表9：“置换隐债专项债”发行/拟发行期限统计（亿元）

 资料来源：DM，国联证券研究所
 注：数据截至2024年11月27日

2.2 退平台：解绑与发展

债务化解归根到底还是为了谋求地方发展。对于本轮大规模增加债务限额支持化债的举措，我们认为意在帮助地方政府卸下历史债务包袱，腾挪出更多资源支持地方经济发展，即中央化债思路较以往有所优化，从防风险为主转向统筹防风险与稳增长，最终实现“在发展中化债”。

在此背景下，城投通过“退平台”与地方政府信用解绑或仍是大势所趋，明年城投退平台与转型进程或将加速。据我们统计，2024年9月-11月通过政府官网公布的退平台主体共计13家，主要分布在浙江、河北、湖南等地，多为资产体量较小的区县级平台，除浙江绍兴几家平台外其余平台存续债规模相对较小。

图表10：2024年9-11月“退平台”主体基本信息（亿元）

主体名称	公告日期	省份	地市	区县	行政级别	主体评级	存续债	总资产	净利润
禹州市国运资本运营有限公司	2024/11/22	河南省	许昌市	禹州市	区县级	AA	11.1	442.2	-1.2
邯郸城市发展投资集团有限公司	2024/11/21	河北省	邯郸市	-	地市级	AA+	61.2	466.6	0.3
滦州市城市建设投资有限公司	2024/10/28	河北省	唐山市	滦州市	区县级	AA	5.0	96.3	0.4
乐亭投资集团有限公司	2024/10/18	河北省	唐山市	乐亭县	区县级	AA	9.0	211.2	0.2
贵溪市国有控股集团有限公司	2024/10/17	江西省	鹰潭市	贵溪市	区县级	AA	19.0	634.8	1.3
平江县供水枢纽建设开发有限公司	2024/10/16	湖南省	岳阳市	平江县	区县级	-	1.8	11.8	0.3
平江县城市建设投资有限公司	2024/10/15	湖南省	岳阳市	平江县	区县级	AA-	9.6	148.5	2.0
广饶县经济发展投资集团有限公司	2024/10/14	山东省	东营市	广饶县	区县级	AA	8.0	192.5	-0.1
天津环城城市基础设施投资有限公司	2024/10/14	天津市	-	西青区	区县级	AA+	33.7	941.5	1.3
福建省晋江新佳园控股有限公司	2024/10/1	福建省	泉州市	晋江市	区县级	AA	47.5	451.3	0.8
湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司	2024/9/30	湖北省	黄石市	大冶市	区县级	AA+	10.5	821.7	2.7
绍兴袍江经济技术开发区投资发展集团有限公司	2024/9/26	浙江省	绍兴市	上虞区	区县级	AA	80.5	823.8	0.7
绍兴市上虞经济开发区投资开发集团有限公司	2024/9/26	浙江省	绍兴市	-	地市级	AA+	43.9	286.0	0.7
绍兴高新技术产业开发区投资发展集团有限公司	2024/9/26	浙江省	绍兴市	柯桥区	区县级	AA	124.9	808.1	2.5
绍兴市柯桥区域建设投资开发集团有限公司	2024/9/26	浙江省	绍兴市	-	地市级	AA+	93.8	571.5	1.5

资料来源：DM，国联证券研究所

注：财务数据为主体最新一期数据；退平台主体统计截至11月27日。

展望明年，如何识别并评估“退平台”主体的信用风险将是信用债投资的一大重点。

“退平台”的本意是希望引导城投转型为自负盈亏的市场化经营主体，而后以市场化方式在新增投融资上寻求突破，以更好服务地方经济发展。但就目前“退平台”主体的基本情况来看，退出主体多为区县级的中小平台，盈利能力普遍较弱，其退出后如

何依靠自身能力对存量债务进行接续仍存在不确定性。因此我们认为，对于后续“退平台”主体，应重点关注以下几个方面：（1）业务方面，是继续以传统城投类业务为主还是真正进行产业化转型，其现金流和利润的边际变化如何。（2）融资方面，银行授信是否有压缩趋势，债券发行能否突破新增限制，存量债务的处置与接续是否通畅。（3）上级支持方面，是否仍获得财政补助，有何边际变化等。

从长期视角来看，在“退平台”后，市场对主体基本面的关注度或将明显提升，资质偏弱主体的市场认可度或受影响，并逐渐反映到其债券定价上，收益率分化趋势下利差存在走阔压力。

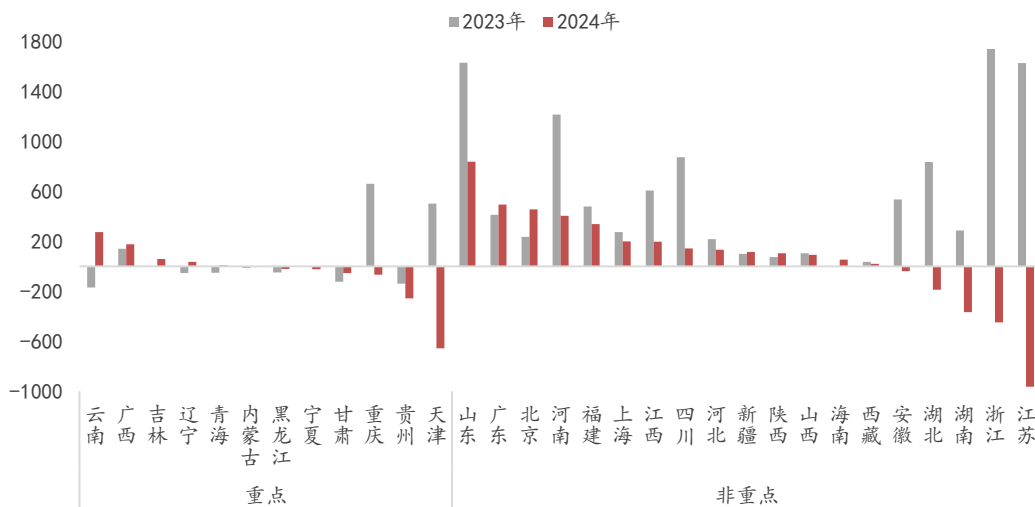
3. 主线二：信用债供求格局将有何变化？

3.1 城投债：大概率维持供给偏紧趋势

截至11月19日，2024年1-11月城投债净融资仅1036亿元，较去年同期减少1.09万亿元。分区域来看，重点化债省市今年以来的净融资规模基本在百亿以下，天津、贵州、重庆等地为净偿还状态，城投债存量规模有所压降；非重点省市中山东、广东、北京、河南的净融资规模在400亿元以上，江苏、浙江、湖南等地为大额净偿还。从时间维度来看，10-11月净融资额虽转正，但也未出现明显改善。

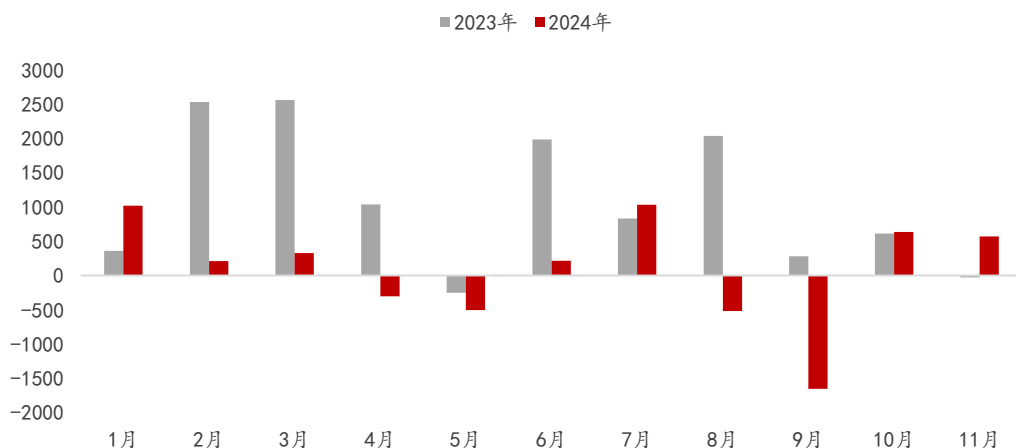
对于明年的城投债供给，我们认为放量的可能性较低，大概率维持偏紧格局。城投债净融资能否明显增长，主要取决于城投“退平台”后能否实现新增融资，而这又取决于“退平台”后城投的业务实质与财务指标能否满足协会和交易所的新增融资要求。就目前来看，“退平台”主体多为盈利能力较弱的区县级平台，即使明年“退平台”进程加速，城投距离真正实现自负盈亏和市场化转型还有较长一段路要走，届时资本市场的认可度也可能出现下滑，发债难度或会上升，导致新增融资难以打开。

此外，待明年用于置换隐债的地方债落地，部分到期城投债可能直接用置换资金偿付，部分存量债券可能集中提前兑付，进一步减少城投债尤其是中短期品种的市场供给。

图表11: 2023/2024年1-11月城投净融资对比(亿元)(分地区)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 统计数据截至2024年11月19日

图表12: 2023/2024年1-11月城投净融资对比(亿元)(分月份)


资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 统计数据截至2024年11月19日

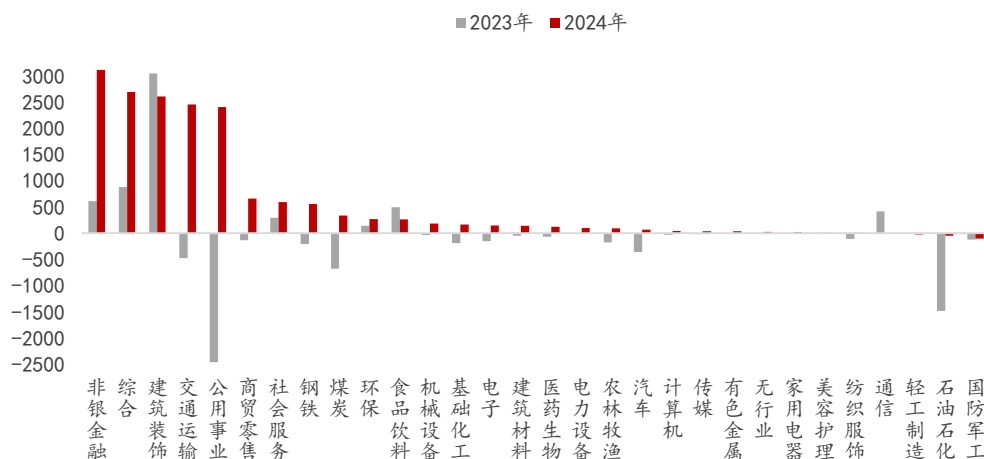
3.2 产业债: 扩容趋势大概率延续, 央企仍有加杠杆空间

收益率下行背景下, 债券融资成本优势显现, 产业债发行放量, 净融资已超 1.6 万亿元。截至 11 月 19 日, 2024 年 1-11 月, 产业债累计发行 6.08 万亿元, 同比增加 1.08 万亿元; 净融资 1.67 万亿元, 同比增加 1.73 万亿元, 扭转了去年同期净融资为负的局面。分行业来看, 净融资主要集中在非银金融、综合、建筑装饰、交通运输和公用事业, 规模均已超过 2000 亿元。从时间维度看, 月度净融资规模与二级市场表现有所关联, 9-11 月信用债市场频繁回调, 产业债净融资也有所减弱。

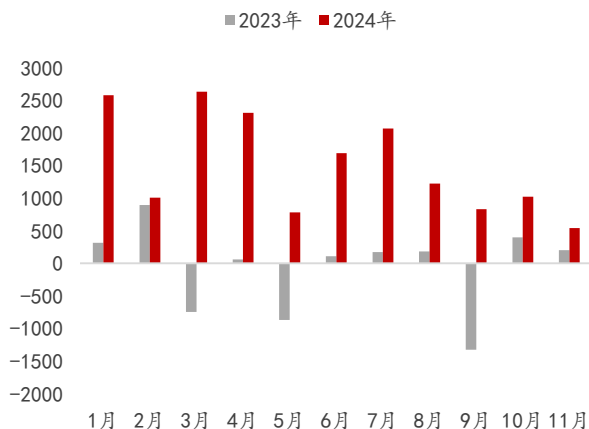
对于明年, 我们认为产业债扩容趋势大概率延续, 央企仍有加杠杆空间。11 月 25 日,

中国诚通控股集团有限公司(以下简称“中国诚通”)、中国国新控股有限责任公司(以下简称“中国国新”)分别发布中期票据(稳增长扩投资专项债)发行文件,其中显示,经国务院批准及国资委安排,由中国诚通发行 2000 亿元稳增长扩投资专项债,由中国国新发行 3000 亿元稳增长扩投资专项债,用于重点支持“两重”、“两新”项目投资,主要包括重大设备更新及技术改造投资、重大科技创新项目投资、重大战略性新兴产业投资等,推动央企高质量发展,助力国民经济持续健康发展。

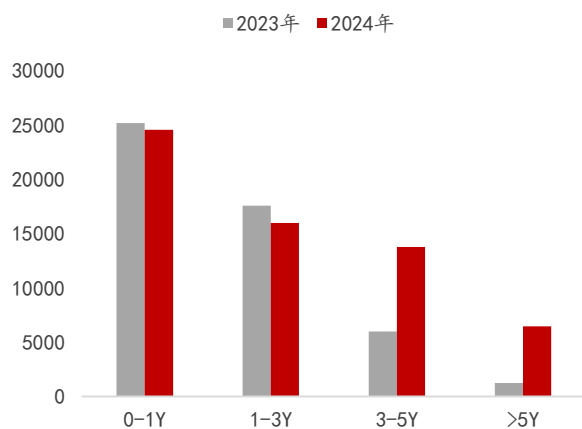
考虑到中央财政的赤字率约束以及地方财政有限的杠杆空间,我们认为本次两大央企获批背后的政策逻辑,或在于引导央企加杠杆来承担部分重大项目投资功能,进而成为稳增长的重要力量,因此明年央企产业债发行或迎扩容。

图表13: 2023/2024年1-11月产业债净融资对比(亿元)(分行业)


资料来源: Wind, 国联证券研究所
 注: 统计数据截至 2024 年 11 月 19 日

图表14: 2023/2024年1-11月产业债净融资(亿元)


资料来源: Wind, 国联证券研究所
 注: 统计数据截至 2024 年 11 月 19 日

图表15: 2023/2024年1-11月产业债发行(亿元)(分期限)


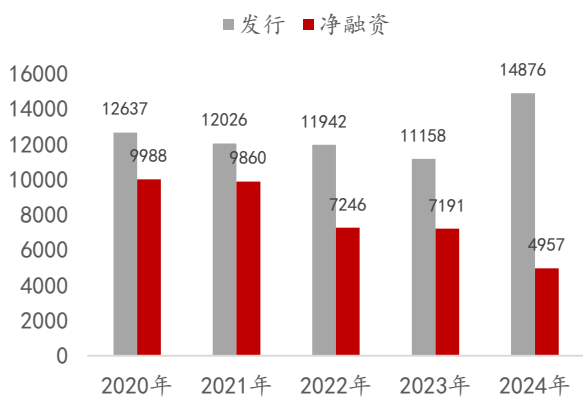
资料来源: Wind, 国联证券研究所
 注: 统计数据截至 2024 年 11 月 19 日

3.3 二永债：供给或有所收缩，发行量或在 1.2-1.4 万亿元间

综合考虑 2025 年到期压力、在手批文、特别国债补充大行核心一级资本、隐债置换落地节约资本等因素，我们认为 2025 年二永债供给或有所收缩，推测总规模大约在 1.2-1.4 万亿元附近。

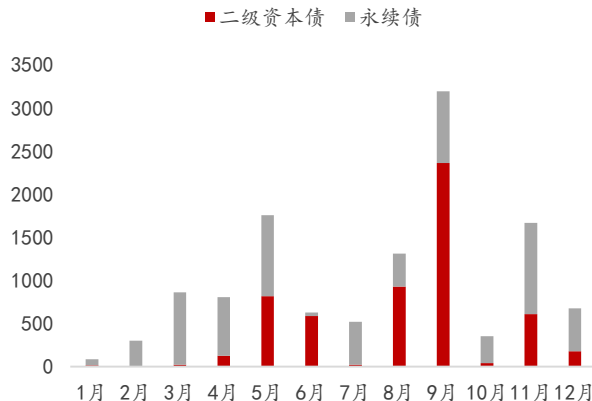
(1) 到期压力与在手批文。截至 11 月 19 日，2024 年 1-11 月二永债净融资已接近 5000 亿元。展望明年，二永债到期规模约为 1.2 万亿元，国有行、股份行、城商行和农商行分别有 6150 亿元、3970 亿元、1708 亿元和 323 亿元。从目前批文剩余额度来看，截至 11 月 19 日，银行次级债（不含政策行和外资行）尚有约 1.2 万亿额度可发行，其中国有行、股份行、城商行和农商行分别有 6740 亿元、3560 亿元、1835 亿元和 293 亿元，目前在手批文整体较充裕。因此，若假设 2025 年到期/赎回的二永债需要滚续，则 2025 年至少需要发行约 1.2 万亿元二永债来承接这部分到期债券。

图表 16：2024 年二永债净融资已接近 5000 亿元（亿元）



资料来源：Wind，国联证券研究所
 注：统计数据截至 2024 年 11 月 19 日

图表 17：2025 年二永债到期分布（按月份）（亿元）



资料来源：企业预警通，国联证券研究所

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/998046017120007006>