

## 正文目录

1. 城投债：一级抢券火热，2-3 年成交活跃度较高	3
1.1. 一级市场：城投债净融资缺口继续扩大，抢券火热	3
1.2. 二级市场：城投债 2-3 年成交活跃度上升	8
2. 产业债：净融资贡献增量，发行情绪回落	15
2.1. 一级市场：产业债或因发行利率较低导致一级热度下降	15
2.2. 二级市场：低评级表现占优，5 年以上成交收益率上行	19
3. 银行资本债：股份行、城商行成交适度缩久期	25
3.1. 一级市场：工行和中行 TLAC 非资本债落地	25
3.2. 二级市场：二级资本债表现不及信用债，股份行、城商行成交缩久期	27
4. 风险提示	33

## 图表目录

图 1：5 月 1-19 日，城投债净融资为 -591 亿元	4
图 2：5 月以来，城投债 1-3 年、3-5 年加权平均发行利率上升 (%)	7
图 3：12 个重点省份城投债成交笔数占比持平于 10% (%)	11
图 4：5 月 1-19 日，产业债净融资为 344 亿元	15
图 5：5 月以来，产业债 3-5 年加权平均发行利率上升，其余期限发行利率下降 (%)	18

表 1：城投债分省份净融资额及同比变动 (亿元)	5
表 2：5 月以来城投债 3-5 年和 5 年以上发行额占比上升	6
表 3：城投债发行情绪回升	8
表 4：城投债周度成交情况	10
表 5：城投债收益率和信用利差变动 (bp, %)	11
表 6：各省公募城投债收益率变动	12
表 7：90% 城投债收益率在 3% 以下，67% 的部分收益率在 2.5% 以下	13
表 8：各省公募城投债收益率分布	14
表 9：5 月 1-19 日，非银金融、采掘、煤炭、钢铁等 12 个行业净融资为正 (亿元)	16
表 10：5 月第 3 周，产业债 5 年以上发行额占比下降，3-5 年占比上升	17
表 11：产业债发行情绪略有下降	19
表 12：产业债周度成交情况	21
表 13：成交活跃前 50 名产业主体成交情况	22
表 14：产业债收益率和信用利差变动 (bp, %)	22
表 15：各行业公募产业债收益率变动	23
表 16：各行业公募产业债收益率分布	24
表 17：76% 产业债收益率在 2.5% 以下，票息挖掘空间整体小于城投债	25
表 18：2024 年 5 月 13-19 日，新发 2 只二级资本债和 4 只 TLAC 非资本债	26
表 19：2024 年以来银行资本债净供给略超去年同期	26
表 20：国有行、股份行和部分城农商行银行资本债和 TLAC 债发行批复情况	27
表 21：2024 年 5 月 13-17 日，银行资本债收益率及利差变动	28
表 22：银行二级资本债周度成交情况	29
表 23：银行永续债周度成交情况	29
表 24：城商行资本债周度成交情况	30
表 25：农商行资本债周度成交情况	31
表 26：城农商行二级资本债成交、收益率和超额利差情况	32
表 27：城农商行银行永续债成交、收益率和超额利差情况	33

城投债和产业债一级发行情绪出现分化。其中，城投债伴随净融资缺口继续扩大，一级抢券火热。城投债发行全场倍数 3 倍以上占比由 55% 上升至 71%，1 倍占比持平于 8%。产业债贡献净融资增量，或因发行利率较低导致一级热度下降。5 月以来产业债发行 1890 亿元，同比增加 450 亿元，净融资为 344 亿元，同比增加 1643 亿元。13-17 日，产业债 3 倍以上占比由 48% 下降至 32%，而 1 倍占比则由 22% 上升至 50%，发行情绪回落。发行利率方面，5 月以来产业债 1 年以内、1-3 年和 5 年以上平均发行利率分别为 1.90%、2.46% 和 2.77%，较 4 月分别下降 12bp、35bp 和 5bp，仅 3-5 年发行利率上升 4bp 至 2.74%。

5 月 13-17 日，资金面整体宽松，13 日降息降准预期和特别国债发行节奏平滑带动利率债快速下行，16-17 日地产政策扰动债市，10Y 国债小幅上行。信用债收益率同样先下后上，信用利差走扩。从二级成交来看，城投债和产业债均呈现 2-3 年成交活跃度上升的特征。具体来看，城投债 2-3 年成交占比由 20% 上升至 27%，创下 2023 年以来新高。产业债 2-3 年成交笔数占比由 19% 上升至 21%，而 3-5 年占比由 9% 继续下降至 8%；5 年以上成交笔数增加，但成交收益率上行，集中在 2.6%-3%，其中收益率 2.8%-3% 占比由 33% 上升至 50%。

地产债受益于政策利好，收益率表现领先且成交活跃度上升。分行业收益率表现中，地产债排名靠前，尤其隐含评级 AA 1-2 年和 2-3 年收益率下行幅度较大，为 8-9bp。成交活跃前 50 名主体包含 5 家地产企业，其成交笔数增加、低估值占比上升以及成交收益率下降。其中，保利出现 3-5 年成交，成交收益率在 2.75%；首开股份 2 年以内品种收益率下降 4-6bp；华润置地和中海 2-3 年成交收益率下降 2-8bp。

地产债情绪迎来拐点，且地产债票息仍有吸引力，地产债机会值得关注。一方面，优质央企比如华润置地、保利、招商蛇口和中海，2-3 年品种收益率仍在 2.6%-2.7% 左右。另一方面，债务率相对较高的国企，关注其 1 年以内品种，比如首开股份 1 年以内平均收益率 2.62%。

银行资本债方面，一级新发 2 只城商行二级资本债，其中宁波银行发行票面利率再创城农商行历史新低。另外，工行和中行 TLAC 非资本债落地，发行规模均为 400 亿元，发行成本应当介于商金债和二级资本债之间。二级市场方面，5 月 13-17 日，银行资本债收益率普遍下行，信用利差多走扩，短久期银行资本债、中长久期二级资本债表现偏弱，相对信用债的利差也普遍走扩。此外，银行资本债成交活跃度依然较高，其中国有行资本债成交继续拉久期，股份行、城商行则适度缩久期。

## 1. 城投债：一级抢券火热，2-3 年成交活跃度较高

### 1.1. 一级市场：城投债净融资缺口继续扩大，抢券火热

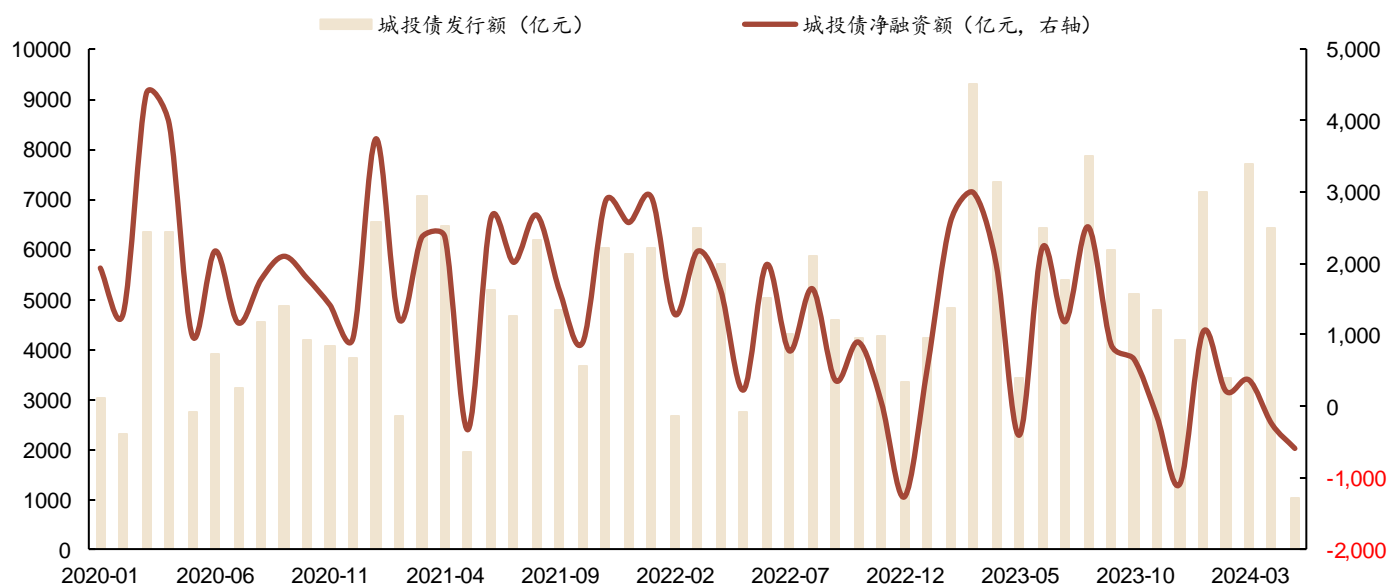
2024 年 5 月以来，城投债净融资缺口继续扩大。5 月 1-19 日（以下简称“5 月以来”），城投债发行 1027 亿元，净融资为 -591 亿元，净融资缺口环比扩大。5 月以来城投债发行和到期规模均同比下降 400 多亿，由于到期规模下降相对较多，使得净融资同比略增 25 亿元。

分期限看，城投债3年以上发行额占比上升。5月以来城投债发行期限3-5年发行额占比由28%上升至30%，5年以上占比由6%上升至8%，3年以上发行额占比合计为38%。

分省份看，仅6个省份城投债净融资为正，其中云南和江西净融资在20-29亿元，河北、吉林和山西在6-13亿。而湖南、浙江净融资分别为-118亿元、-92亿元，江苏、天津和重庆净融资缺口在57-66亿元，四川、广西、北京、广东、湖北和安徽净融资缺口在30-37亿元。

由于5月处于全年信用债供给低点，城投债一级抢券火热。从发行倍数看，城投债3倍以上占比由55%上升至71%，1倍占比持平于8%。发行利率方面，5月以来城投债1年以内、1-3年、3-5年和5年以上平均发行利率分别为2.21%、3.00%、3.16%和2.84%，其中1-3年、3-5年较4月分别上升15bp、3bp，1年以内、5年以上较4月分别下降4bp、7bp。

图1：5月1-19日，城投债净融资为-591亿元



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：债券类型包括短融（含超短融）、中票、公司债、企业债、定向工具和项目收益票据，2024年5月数据为5月1-19日，下同。

表 1：城投债分省份净融资额及同比变动（亿元）

省份	2024年5月净融资额				2024年5月净融资额同比变动				2024年1-5月净融资额				2024年1-5月净融资额同比变动			
	合计	省级	市级	区县级	合计	省级	市级	区县级	合计	省级	市级	区县级	合计	省级	市级	区县级
城投债	-591	-93	-190	-159	25	72	-82	52	774	633	534	-319	-6690	276	-2083	-2949
云南	29	0	31	-2	98	62	35	0	52	15	57	-18	241	176	72	-10
江西	20	-25	45	-3	5	-25	25	2	140	70	78	-14	-264	-2	-245	-35
河北	13	0	13	0	24	0	21	2	127	31	86	0	-11	23	-30	-6
吉林	9	0	9	0	9	0	8	0	15	0	16	0	-2	-20	20	0
山西	6	0	6	-1	36	38	-2	0	45	24	22	-1	-13	12	-25	0
贵州	1	0	-1	2	4	0	-5	5	-126	-38	-47	-30	-70	-41	-28	1
黑龙江	0	0	0	0	1	0	1	0	5	0	6	-1	19	0	19	0
海南	0	0	0	0	0	0	0	0	19	19	0	0	12	18	0	0
西藏	0	0	0	0	10	0	10	0	4	0	4	0	-47	0	-47	0
甘肃	0	0	0	0	5	5	0	0	-25	-20	-5	0	111	38	73	0
内蒙古	0	0	0	0	5	5	0	0	-21	-15	-6	0	-6	0	-6	0
青海	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	0	3	0
辽宁	-1	0	0	-1	17	20	0	0	30	0	30	-3	65	20	41	6
山东	-1	-10	2	9	71	-30	54	36	659	130	245	220	-161	32	-84	-58
福建	-3	0	-9	6	5	-10	16	1	94	11	93	-29	-256	-19	-91	-136
宁夏	-5	-5	0	0	-10	-5	-5	0	-10	-9	-1	0	-36	-23	-13	0
上海	-5	0	0	5	-6	20	0	-10	205	68	0	78	83	49	0	2
陕西	-11	0	-2	-4	-22	0	-2	-4	80	27	33	35	-35	109	-3	12
河南	-17	28	-41	-3	-60	3	-50	-2	192	156	116	-19	-480	88	-236	-113
新疆	-19	0	-5	-14	-17	-3	0	-14	35	-7	31	-2	-26	2	-40	0
湖北	-31	-13	-5	0	16	-18	-5	-2	-184	15	-127	-45	-688	-25	-437	-54
广东	-31	0	-28	9	-55	0	-38	9	272	97	9	46	114	57	69	-10
北京	-33	0	0	-30	-9	-6	0	-21	5	-73	0	63	-136	-60	0	-74
广西	-34	-10	-17	0	-18	-26	15	0	16	57	-30	0	-29	-25	14	-4
四川	-37	-27	3	2	-24	-22	-6	22	49	125	27	-71	-413	177	-148	-337
安徽	-40	0	-28	-12	61	48	14	-5	-87	57	-98	-26	-453	64	-333	-118
重庆	-57	-1	0	-45	-11	14	0	-10	72	60	0	-20	-132	-6	0	-112
天津	-60	-11	0	-10	-29	6	0	-23	-275	-193	0	-28	-573	-394	0	-84
江苏	66	41	-63	-18	25	39	-58	21	-68	47	48	-106	-1339	84	-208	-671
浙江	-92	-20	-25	-39	-33	-20	-3	7	-262	18	55	-282	-1682	-52	-131	-1034
湖南	-126	-40	-74	-9	-73	-23	-109	36	-284	-39	-106	-64	-484	-4	-290	-113

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：标红为 12 个重点省份。

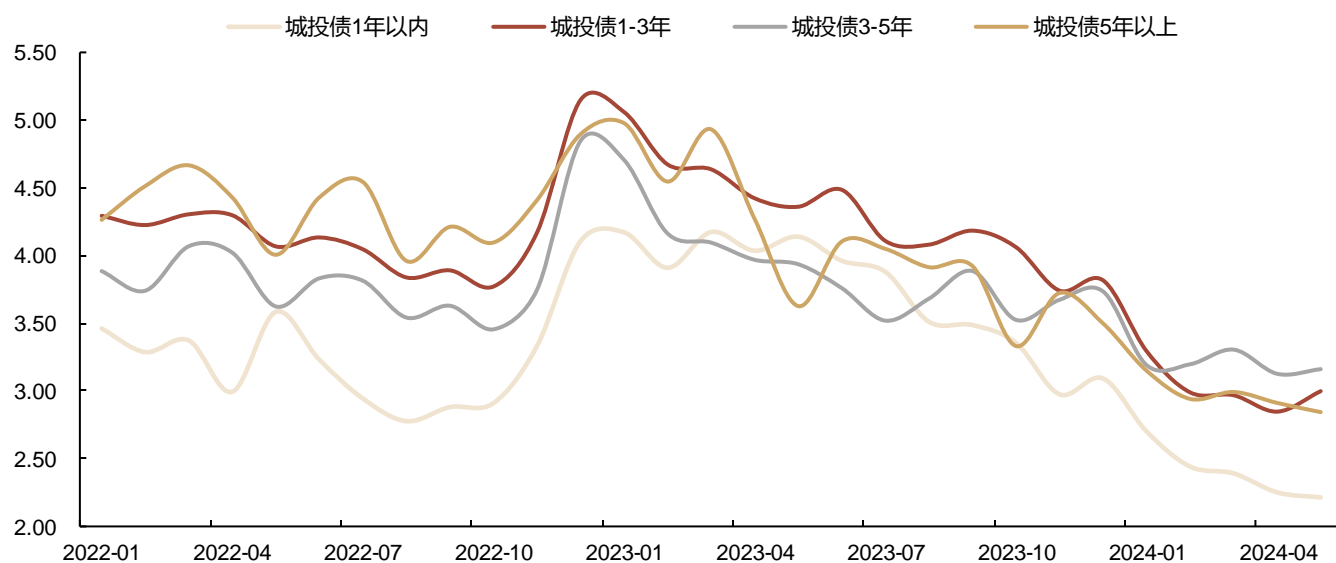
**表 2：5 月以来城投债 3-5 年和 5 年以上发行额占比上升**

月份	城投债发行额 (亿元)	1年以内	1-3年	3-5年	5年以上
2022-01	6034	33%	57%	9%	2%
2022-02	2646	40%	48%	10%	3%
2022-03	6426	35%	53%	8%	3%
2022-04	5709	26%	60%	10%	5%
2022-05	2755	32%	58%	8%	2%
2022-06	5003	33%	52%	11%	5%
2022-07	4319	32%	51%	13%	4%
2022-08	5851	32%	52%	13%	3%
2022-09	4591	33%	53%	12%	2%
2022-10	4234	30%	58%	8%	4%
2022-11	4247	38%	53%	8%	2%
2022-12	3346	50%	44%	5%	2%
2023-01	4218	49%	47%	3%	1%
2023-02	4835	46%	50%	2%	2%
2023-03	9313	36%	57%	4%	2%
2023-04	7328	33%	61%	4%	2%
2023-05	3417	36%	59%	4%	1%
2023-06	6405	34%	57%	6%	2%
2023-07	5368	32%	61%	4%	3%
2023-08	7866	35%	57%	6%	2%
2023-09	5991	33%	59%	5%	2%
2023-10	5089	33%	61%	4%	1%
2023-11	4767	35%	59%	5%	1%
2023-12	4188	34%	59%	5%	1%
2024-01	7146	26%	59%	12%	2%
2024-02	3432	29%	50%	15%	6%
2024-03	7702	24%	47%	25%	5%
2024-04	6425	20%	47%	28%	6%
2024-05	1027	25%	37%	30%	8%

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：期限 1 年以内包含 1 年，1-3 年包含 3 年，3-5 年包含 5 年。

图 2：5 月以来，城投债 1-3 年、3-5 年加权平均发行利率上升（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：期限 1 年以内包含 1 年，1-3 年包含 3 年，3-5 年包含 5 年。

表 3：城投债发行情绪回升

起始日	截止日	全场倍数有数据的城投债数量(只)	1倍	1-1.5倍	1.5-2倍	2-3倍	3倍以上
2023-09-04	2023-09-10	82	5%	16%	23%	32%	24%
2023-09-11	2023-09-17	118	9%	19%	21%	31%	20%
2023-09-18	2023-09-24	254	9%	8%	17%	19%	47%
2023-09-25	2023-10-01	105	16%	17%	28%	31%	8%
2023-10-07	2023-10-13	90	16%	3%	19%	33%	29%
2023-10-16	2023-10-22	155	12%	8%	17%	35%	28%
2023-10-23	2023-10-29	169	11%	11%	23%	27%	29%
2023-10-30	2023-11-05	115	8%	8%	16%	33%	36%
2023-11-06	2023-11-12	64	14%	2%	8%	20%	56%
2023-11-13	2023-11-19	79	9%	5%	5%	18%	63%
2023-11-20	2023-11-26	99	7%	4%	11%	20%	58%
2023-11-27	2023-12-03	93	13%	4%	15%	28%	40%
2023-12-04	2023-12-10	98	11%	5%	14%	29%	41%
2023-12-11	2023-12-17	92	9%	5%	20%	32%	35%
2023-12-18	2023-12-24	111	11%	5%	8%	35%	41%
2023-12-25	2023-12-31	34	9%	9%	6%	24%	53%
2024-01-01	2024-01-07	132	11%	2%	4%	23%	60%
2024-01-08	2024-01-14	162	10%	2%	4%	19%	64%
2024-01-15	2024-01-21	178	11%	2%	2%	22%	62%
2024-01-22	2024-01-28	155	9%	3%	3%	25%	61%
2024-01-29	2024-02-04	152	4%	1%	7%	23%	65%
2024-02-19	2024-02-25	65	12%	0%	3%	20%	65%
2024-02-26	2024-03-03	181	8%	1%	5%	28%	59%
2024-03-04	2024-03-10	207	10%	4%	7%	24%	55%
2024-03-11	2024-03-17	172	13%	5%	9%	33%	40%
2024-03-18	2024-03-24	203	13%	8%	14%	25%	39%
2024-03-25	2024-03-31	198	13%	10%	17%	31%	29%
2024-04-01	2024-04-07	56	9%	7%	5%	14%	64%
2024-04-08	2024-04-14	135	7%	4%	7%	18%	65%
2024-04-15	2024-04-21	184	10%	3%	4%	20%	63%
2024-04-22	2024-04-28	216	9%	3%	8%	30%	50%
2024-04-29	2024-05-05	38	16%	8%	16%	39%	21%
2024-05-06	2024-05-12	73	8%	3%	7%	27%	55%
2024-05-13	2024-05-19	24	8%	0%	4%	17%	71%

资料来源：WIND，华西证券研究所

## 1.2.二级市场：城投债 2-3 年成交活跃度上升

5 月 13-17 日，资金面整体宽松，13 日降息降准预期和特别国债发行节奏平滑带动利率债快速下行，16-17 日地产政策扰动债市，10Y 国债小幅上行。信用债收益率同样先下后上，信用利差走扩。城投债低评级 AA- 中长久期表现落后。各评级 1Y 收益率下行 4-5bp，信用利差走扩 4-5bp；AA(2)及以上 3Y 收益率下行 4-6bp，AA-



3Y 收益率仅下行 2bp，利差走扩 2bp；AA(2)及以上 5Y 收益率下行 3-5bp，而 AA-5Y 收益率上行 1bp，利差走扩 7bp。截至 5 月 17 日，城投债除了 AAA 和 AA+ 1Y 信用利差处于 2018 年以来 7%-10%分位数，其余品种分位数仍低于 4%。

从二级成交看，城投债成交小幅缩量，2-3 年占比明显上升。分期限看，2-3 年成交占比由 20%上升至 27%，创下 23 年以来新高，3-5 年占比小幅上升 3pct 至 9%，而 1 年以内占比下降 5pct 至 40%，1-2 年占比下降 2pct 至 23%。分隐含评级看，AAA 成交占比上升 3pct 至 13%，AA(2)占比下降 2pct 至 33%，AA 占比持平于 24%。分省份看，12 个重点省份成交笔数占比持平于 10%，江苏、浙江、广东、福建和安徽成交占比持平于 43%。

分省份收益率表现看，各省收益率下行幅度差异化较小。除了贵州收益率下行 11bp，其余省份收益率下行幅度集中于 4-6bp。其中，云南、四川和陕西 1-2 年 AA(2)公募债收益率下行幅度较大，为 10-11bp，重庆和江西 1-2 年 AA(2)均下行 8bp；各省 2-3 年 AA(2)收益率下行 5-7bp 左右，大多优于同期限其他评级。

从存量债收益率看，截至 5 月 17 日，90%的城投债收益率在 3%以下，其中 67%的部分收益率在 2.5%以下。各省分期限看，公募城投债 1 年以内收益率大多在 2.05%-2.30%左右；1-2 年 AA 及以上在 2.20%-2.35%左右，弱省份 1-2 年 AA(2)收益率也基本低于 2.7%；2-3 年收益率大多在 2.30%-2.70%左右；发达省份 3-5 年各评级收益率在 2.40%-2.90%左右。

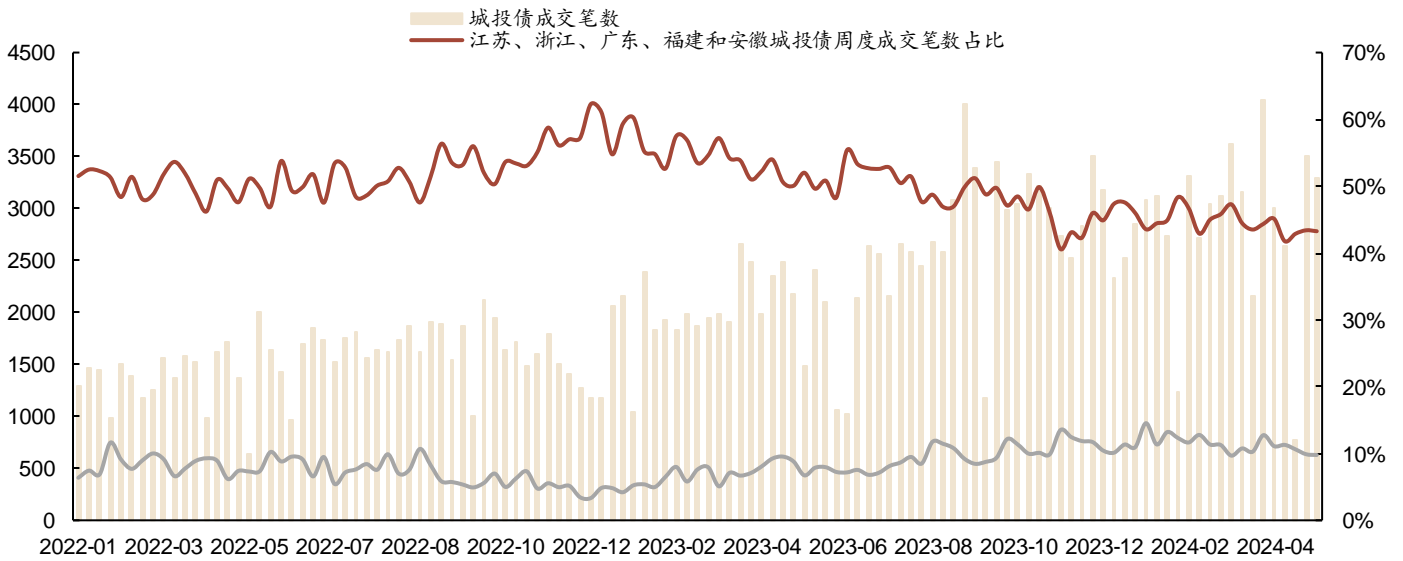


表 4：城投债周度成交情况

起始日	截止日	城投债成交笔数	TKN成交笔数		分期限成交笔数占比				分隐含评级成交笔数占比				
			占比	低估值成交笔数占比	1年以内	1-2年	2-3年	3-5年	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)
2023-07-03	2023-07-07	2134	78%	76%	54%	24%	14%	3%	15%	1%	25%	29%	28%
2023-07-10	2023-07-14	2642	78%	71%	46%	28%	17%	4%	12%	1%	23%	29%	33%
2023-07-17	2023-07-21	2567	82%	75%	46%	25%	17%	5%	12%	2%	27%	26%	30%
2023-07-24	2023-07-28	2162	70%	59%	43%	30%	17%	4%	13%	2%	22%	28%	33%
2023-07-31	2023-08-04	2649	79%	73%	49%	28%	15%	3%	9%	1%	22%	28%	37%
2023-08-07	2023-08-11	2573	82%	80%	44%	26%	19%	4%	11%	1%	25%	31%	29%
2023-08-14	2023-08-18	2447	81%	83%	45%	24%	20%	5%	10%	1%	26%	28%	32%
2023-08-21	2023-08-25	2682	75%	70%	47%	25%	18%	4%	12%	1%	22%	29%	33%
2023-08-28	2023-09-01	2578	70%	53%	47%	29%	15%	3%	11%	1%	16%	31%	37%
2023-09-04	2023-09-08	3083	53%	32%	55%	25%	13%	4%	9%	1%	23%	25%	39%
2023-09-11	2023-09-15	3997	74%	67%	55%	24%	14%	3%	9%	1%	22%	29%	36%
2023-09-18	2023-09-22	3395	75%	65%	49%	27%	17%	3%	14%	1%	22%	27%	31%
2023-09-25	2023-09-29	1177	70%	52%	51%	26%	15%	3%	13%	1%	21%	26%	36%
2023-10-07	2023-10-13	3452	73%	64%	51%	28%	14%	2%	9%	1%	22%	28%	35%
2023-10-16	2023-10-20	2985	70%	60%	46%	31%	15%	3%	10%	1%	22%	28%	34%
2023-10-23	2023-10-27	3035	74%	68%	50%	30%	12%	4%	12%	1%	23%	27%	32%
2023-10-30	2023-11-03	3326	78%	79%	48%	27%	15%	4%	12%	1%	24%	26%	32%
2023-11-06	2023-11-10	3208	80%	78%	45%	25%	18%	4%	11%	1%	22%	30%	32%
2023-11-13	2023-11-17	3012	80%	77%	46%	27%	16%	4%	13%	1%	21%	28%	30%
2023-11-20	2023-11-24	2730	71%	61%	51%	25%	14%	4%	12%	0%	20%	25%	35%
2023-11-27	2023-12-01	2520	69%	56%	47%	30%	16%	3%	11%	1%	21%	26%	34%
2023-12-04	2023-12-08	2833	66%	48%	48%	29%	14%	4%	12%	1%	22%	26%	32%
2023-12-11	2023-12-15	3500	75%	69%	48%	29%	14%	4%	16%	1%	21%	27%	28%
2023-12-18	2023-12-22	3174	73%	69%	48%	29%	13%	3%	16%	1%	23%	24%	30%
2023-12-25	2023-12-29	2323	82%	81%	52%	28%	11%	3%	12%	1%	22%	28%	32%
2024-01-01	2024-01-05	2514	76%	75%	56%	23%	16%	3%	11%	2%	29%	26%	25%
2024-01-08	2024-01-12	2858	78%	77%	54%	24%	17%	4%	12%	2%	24%	27%	29%
2024-01-15	2024-01-19	3088	81%	76%	54%	24%	16%	4%	12%	1%	24%	28%	28%
2024-01-22	2024-01-26	3126	81%	78%	44%	26%	23%	6%	12%	2%	27%	30%	24%
2024-01-29	2024-02-02	2732	82%	82%	54%	23%	18%	5%	14%	2%	22%	25%	32%
2024-02-05	2024-02-09	1226	79%	73%	59%	21%	14%	5%	17%	1%	24%	24%	31%
2024-02-19	2024-02-23	3314	83%	84%	47%	25%	21%	5%	13%	2%	22%	25%	32%
2024-02-26	2024-03-01	2723	80%	81%	46%	24%	22%	6%	15%	1%	23%	26%	29%
2024-03-04	2024-03-08	3041	77%	75%	48%	24%	21%	5%	12%	1%	26%	29%	27%
2024-03-11	2024-03-15	3113	67%	54%	48%	23%	23%	4%	12%	1%	24%	26%	32%
2024-03-18	2024-03-22	3616	78%	75%	47%	25%	22%	6%	11%	1%	23%	26%	32%
2024-03-25	2024-03-29	3161	73%	59%	46%	24%	22%	6%	11%	1%	24%	23%	35%
2024-04-01	2024-04-05	2151	82%	74%	49%	23%	22%	5%	10%	2%	20%	24%	37%
2024-04-08	2024-04-12	4040	83%	84%	40%	27%	20%	11%	12%	1%	22%	23%	34%
2024-04-15	2024-04-19	3009	83%	84%	44%	23%	20%	10%	14%	2%	22%	24%	31%
2024-04-22	2024-04-26	2648	70%	62%	43%	21%	22%	12%	13%	1%	23%	26%	30%
2024-04-29	2024-05-03	772	73%	57%	34%	31%	24%	8%	10%	0%	31%	22%	32%
2024-05-06	2024-05-10	3509	78%	82%	45%	25%	20%	8%	10%	1%	22%	24%	35%
2024-05-13	2024-05-17	3285	79%	81%	40%	23%	27%	9%	13%	1%	22%	24%	33%

资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3：12 个重点省份城投债成交笔数占比持平于 10% (%)



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 5：城投债收益率和信用利差变动 (bp, %)

隐含评级	期限	收益率 (%)				信用利差 (bp)			
		2024/5/17	2024/5/11	变动 (bp)	当前分位数	2024/5/17	2024/5/11	变动	当前分位数
AAA	1Y	2.11	2.15	-4	6%	30	25	5	10%
	3Y	2.33	2.38	-4	0%	26	25	0	4%
	5Y	2.46	2.51	-4	0%	30	28	2	1%
AA+	1Y	2.17	2.21	-4	4%	36	31	5	7%
	3Y	2.39	2.44	-4	0%	32	31	0	1%
	5Y	2.54	2.58	-3	1%	38	35	3	1%
AA	1Y	2.23	2.27	-4	1%	42	37	5	4%
	3Y	2.45	2.49	-4	0%	37	37	0	0%
	5Y	2.64	2.69	-5	0%	48	47	1	0%
AA(2)	1Y	2.29	2.34	-5	0%	48	44	4	1%
	3Y	2.51	2.57	-6	0%	43	45	-2	0%
	5Y	2.87	2.92	-5	0%	71	70	1	0%
AA-	1Y	2.39	2.43	-4	0%	58	53	5	0%
	3Y	3.05	3.07	-2	0%	97	95	2	1%
	5Y	3.90	3.89	1	1%	174	167	7	1%

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：采用城投债收益率曲线，历史分位数自 2018 年 1 月 2 日以来。

表 6: 各省公募城投债收益率变动

省份	2024/5/17较5/11 收益率平均变动 (bp)	1年以内					1-2年				2-3年				3-5年			
		AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AAA	AA+	AA	AA(2)	AAA	AA+	AA	AA(2)
贵州	-11	-	-	-4	-4	-3	-	-	-5	-6	-	-	-8	-5	-	-	-5	-
天津	-6	-	-	-7	-6	-4	-	-	-7	-6	-	-	-9	-6	-	-	-4	-5
青海	-6	-	-	-	-	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
甘肃	-6	-	-	-5	-4	-	-	-	-7	-	-	-	-9	-5	-	-	-	-6
吉林	-6	-	-	-	-5	-4	-	-	-	-6	-	-	-	-6	-	-	-	-5
山东	-6	-6	-4	-4	-6	-6	-6	-6	-5	-6	-6	-6	-5	-6	-4	-4	-4	-7
江西	-5	-4	-4	-4	-5	-6	-5	-5	-6	-8	-5	-5	-6	-6	-1	-3	-4	-9
四川	-5	-3	-4	-4	-6	-4	-5	-4	-6	-10	-5	-5	-6	-6	-3	-3	-4	-8
云南	-5	-	-	-5	-5	-4	-	-	-	-11	-	-	-	-6	-	-	-5	-5
河南	-5	-6	-6	-3	-5	-4	-6	-5	-5	-7	-5	-5	-5	-6	-	-3	-4	-9
陕西	-5	-	-3	-4	-6	-4	-	-5	-5	-10	-	-5	-4	-7	-	-4	-	-4
内蒙古	-5	-	-	-	-5	-4	-	-	-	-6	-	-	-	-5	-	-	-	-
辽宁	-5	-	-	-	-5	-3	-	-	-	-6	-	-	-	-6	-	-	-	-2
新疆	-5	-	-3	-	-5	-3	-	-5	-	-6	-	-4	-	-6	-	-3	-	-5
黑龙江	-5	-	-	-	-4	-	-	-	-	-5	-	-	-	-5	-	-	-	-
湖北	-5	-6	-4	-3	-5	-6	-5	-7	-5	-6	-5	-8	-5	-6	-3	-8	-3	-5
重庆	-5	-4	-4	-6	-5	-4	-4	-5	-5	-8	-5	-4	-6	-7	-2	-3	-9	-6
北京	-5	-4	-4	-10	-	-	-5	-5	-8	-	-5	-4	-5	-	-2	-2	-7	-
湖南	-5	-3	-3	-4	-5	-4	-4	-5	-5	-6	-5	-5	-5	-6	-3	-3	-4	-5
江苏	-5	-4	-4	-4	-5	-6	-6	-5	-5	-6	-6	-5	-4	-6	-3	-3	-4	-5
安徽	-5	-5	-3	-5	-4	-3	-6	-5	-6	-6	-5	-4	-5	-6	-3	-3	-4	-5
广西	-5	-	-3	-3	-5	-2	-	-5	-5	-6	-	-5	-4	-6	-	-3	-5	-5
山西	-5	-	-	-3	-4	-4	-	-	-5	-5	-	-	-4	-5	-	-	-5	-5
河北	-5	-6	-3	-3	-5	-5	-4	-6	-5	-6	-6	-5	-4	-6	-	-3	-4	-4
浙江	-4	-4	-4	-4	-5	-	-5	-5	-5	-6	-5	-5	-4	-6	-3	-3	-4	-5
上海	-4	-4	-4	-4	-	-	-5	-5	-5	-	-5	-4	-4	-	-4	-3	-3	-
广东	-4	-4	-4	-4	-4	-	-5	-5	-6	-5	-5	-5	-4	-5	-3	-3	-4	-6
福建	-4	-4	-3	-3	-4	-	-5	-5	-5	-6	-5	-5	-6	-6	-3	-3	-4	-5
公募城投债	-5	-4	-4	-4	-5	-4	-5	-5	-5	-7	-5	-5	-5	-6	-3	-4	-4	-6

资料来源: WIND, 华西证券研究所

注: 为了避免异常值的扰动, 剔除收益率变动超过 100bp 的个券; 采用隐含评级, 隐含评级 AAA 包括 AAA+、AAA 和 AAA-, 下同。

表 7：90%城投债收益率在 3%以下，67%的部分收益率在 2.5%以下

省份	2024/5/17 存量债 (亿元)	行权收益率区间债券余额 (亿元)							行权收益率区间债券余额占比						
		2.5%以下	2.5%-3%	3%-3.5%	3.5%-4%	4%-5%	5%-7%	7%以上	2.5%以下	2.5%-3%	3%-3.5%	3.5%-4%	4%-5%	5%-7%	7%以上
江苏	31070	23649	6732	604	61	25	0	0	76%	22%	2%	0%	0%	0%	0%
浙江	21013	15992	4811	182	28	0	0	0	76%	23%	1%	0%	0%	0%	0%
山东	15491	8514	3910	1503	893	588	82	0	55%	25%	10%	6%	4%	1%	0%
四川	10805	6371	2459	1116	551	293	16	0	59%	23%	10%	5%	3%	0%	0%
湖南	8366	5480	2022	539	224	77	12	12	66%	24%	6%	3%	1%	0%	0%
湖北	7553	5217	1898	315	107	15	0	0	69%	25%	4%	1%	0%	0%	0%
重庆	7397	3955	2307	674	204	253	3	0	53%	31%	9%	3%	3%	0%	0%
河南	7268	4367	2328	400	105	69	0	0	60%	32%	6%	1%	1%	0%	0%
江西	7152	4783	1669	520	159	19	0	0	67%	23%	7%	2%	0%	0%	0%
广东	6523	5133	1284	107	0	0	0	0	79%	20%	2%	0%	0%	0%	0%
安徽	6111	4390	1449	254	18	0	0	0	72%	24%	4%	0%	0%	0%	0%
福建	5393	4255	1081	39	14	4	0	0	79%	20%	1%	0%	0%	0%	0%
天津	3592	2190	760	432	165	47	0	0	61%	21%	12%	5%	1%	0%	0%
陕西	3284	1530	1107	444	132	72	0	0	47%	34%	14%	4%	2%	0%	0%
上海	3032	2593	439	0	0	0	0	0	86%	14%	0%	0%	0%	0%	0%
北京	2714	2416	293	5	0	0	0	0	89%	11%	0%	0%	0%	0%	0%
广西	2444	757	604	534	418	131	0	0	31%	25%	22%	17%	5%	0%	0%
河北	2399	1662	603	115	11	9	0	0	69%	25%	5%	0%	0%	0%	0%
贵州	2219	378	305	154	238	726	315	103	17%	14%	7%	11%	33%	14%	5%
云南	1909	660	441	425	137	221	25	0	35%	23%	22%	7%	12%	1%	0%
新疆	1472	1090	322	54	6	0	0	0	74%	22%	4%	0%	0%	0%	0%
山西	1312	1053	210	47	2	0	0	0	80%	16%	4%	0%	0%	0%	0%
吉林	988	695	236	52	2	3	0	0	70%	24%	5%	0%	0%	0%	0%
甘肃	411	324	21	29	29	9	0	0	79%	5%	7%	7%	2%	0%	0%
西藏	266	38	83	41	55	30	16	2	14%	31%	16%	21%	11%	6%	1%
辽宁	262	208	54	0	0	0	0	0	79%	21%	0%	0%	0%	0%	0%
黑龙江	205	29	98	28	19	0	31	0	14%	48%	14%	9%	0%	15%	0%
宁夏	197	106	65	15	9	2	0	0	54%	33%	7%	5%	1%	0%	0%
海南	165	148	17	0	0	0	0	0	90%	10%	0%	0%	0%	0%	0%
内蒙古	106	90	0	10	5	0	0	0	85%	0%	9%	5%	0%	0%	0%
青海	64	18	14	22	0	12	0	0	27%	21%	34%	0%	18%	0%	0%
全国	161183	108090	37619	8658	3592	2605	501	118	67%	23%	5%	2%	2%	0%	0%

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：剔除已违约或展期主体。

表 8：各省公募城投债收益率分布

省份	2024/5/17平均 收益率 (%)	1年以内				1-2年				2-3年				3-5年			
		AAA	AA+	AA	AA(2)	AAA	AA+	AA	AA(2)	AAA	AA+	AA	AA(2)	AAA	AA+	AA	AA(2)
贵州	4.34	-	-	2.16	2.39	-	-	2.32	2.70	-	-	2.45	2.67	-	-	2.73	-
辽宁	3.11	-	-	-	2.51	-	-	-	2.67	-	-	-	2.90	-	-	-	2.84
青海	3.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
云南	2.91	-	-	2.38	2.24	-	-	-	2.49	-	-	-	3.24	-	-	3.01	3.59
广西	2.78	-	2.18	2.22	2.48	-	2.39	2.33	2.58	-	2.57	2.55	2.99	-	2.72	2.77	3.41
陕西	2.72	-	2.10	2.22	2.40	-	2.27	2.46	2.82	-	2.38	2.40	2.69	-	2.50	-	3.15
黑龙江	2.63	-	-	-	2.39	-	-	-	2.60	-	-	-	2.75	-	-	-	-
四川	2.63	2.12	2.13	2.17	2.42	2.26	2.27	2.30	2.68	2.37	2.38	2.39	2.73	2.44	2.51	2.61	3.16
山东	2.62	2.09	2.15	2.18	2.33	2.25	2.31	2.44	2.61	2.41	2.42	2.58	2.73	2.56	2.54	2.79	3.27
重庆	2.58	2.10	2.10	2.16	2.33	2.28	2.25	2.33	2.53	2.35	2.36	2.43	2.61	2.51	2.48	2.69	3.03
湖南	2.57	2.12	2.11	2.20	2.28	2.22	2.26	2.33	2.58	2.35	2.36	2.46	2.64	2.41	2.49	2.62	3.12
吉林	2.54	-	-	-	2.24	-	-	-	2.35	-	-	-	2.56	-	-	-	3.25
甘肃	2.51	-	-	2.16	2.76	-	-	2.39	-	-	-	2.48	3.20	-	-	-	3.65
河南	2.49	2.06	2.12	2.19	2.29	2.24	2.30	2.35	2.62	2.37	2.39	2.54	2.68	-	2.56	2.64	3.07
湖北	2.49	2.13	2.09	2.17	2.34	2.31	2.31	2.39	2.47	2.43	2.39	2.46	2.63	2.47	2.52	2.63	3.02
江西	2.48	2.04	2.10	2.16	2.26	2.18	2.25	2.32	2.59	2.34	2.36	2.41	2.75	2.38	2.49	2.58	3.03
天津	2.44	-	-	2.10	2.28	-	-	2.34	2.96	-	-	2.67	2.76	-	-	3.33	3.14
新疆	2.42	-	2.16	-	2.22	-	2.24	-	2.42	-	2.41	-	2.59	-	2.53	-	2.63
河北	2.42	2.01	2.13	2.21	2.36	2.19	2.25	2.32	2.48	2.31	2.36	2.47	2.59	-	2.54	2.44	2.80
内蒙古	2.42	-	-	-	2.18	-	-	-	2.31	-	-	-	2.50	-	-	-	-
山西	2.42	-	-	2.19	2.20	-	-	2.28	2.43	-	-	2.42	2.50	-	-	2.60	3.08
安徽	2.40	1.97	2.07	2.16	2.26	2.25	2.23	2.28	2.41	2.26	2.40	2.44	2.53	2.41	2.49	2.52	2.85
浙江	2.35	2.03	2.11	2.15	2.25	2.18	2.27	2.32	2.47	2.30	2.38	2.42	2.49	2.40	2.49	2.52	2.60
福建	2.35	2.03	2.12	2.19	2.23	2.17	2.29	2.30	2.43	2.27	2.39	2.42	2.53	2.42	2.51	2.46	2.81
广东	2.33	2.03	2.10	2.21	2.21	2.19	2.24	2.39	2.45	2.29	2.41	2.58	2.62	2.40	2.59	2.89	2.74
江苏	2.33	2.03	2.09	2.15	2.23	2.16	2.25	2.31	2.40	2.31	2.37	2.44	2.53	2.36	2.49	2.56	2.69
北京	2.30	2.03	2.11	2.13	-	2.21	2.29	2.45	-	2.33	2.39	2.47	-	2.42	2.56	2.84	-
上海	2.24	2.06	2.10	2.17	-	2.23	2.26	2.26	-	2.33	2.37	2.45	-	2.45	2.46	2.74	-
公募城投债	2.48	2.05	2.11	2.16	2.28	2.21	2.28	2.34	2.52	2.33	2.39	2.47	2.61	2.43	2.51	2.63	2.97

资料来源：WIND，华西证券研究所

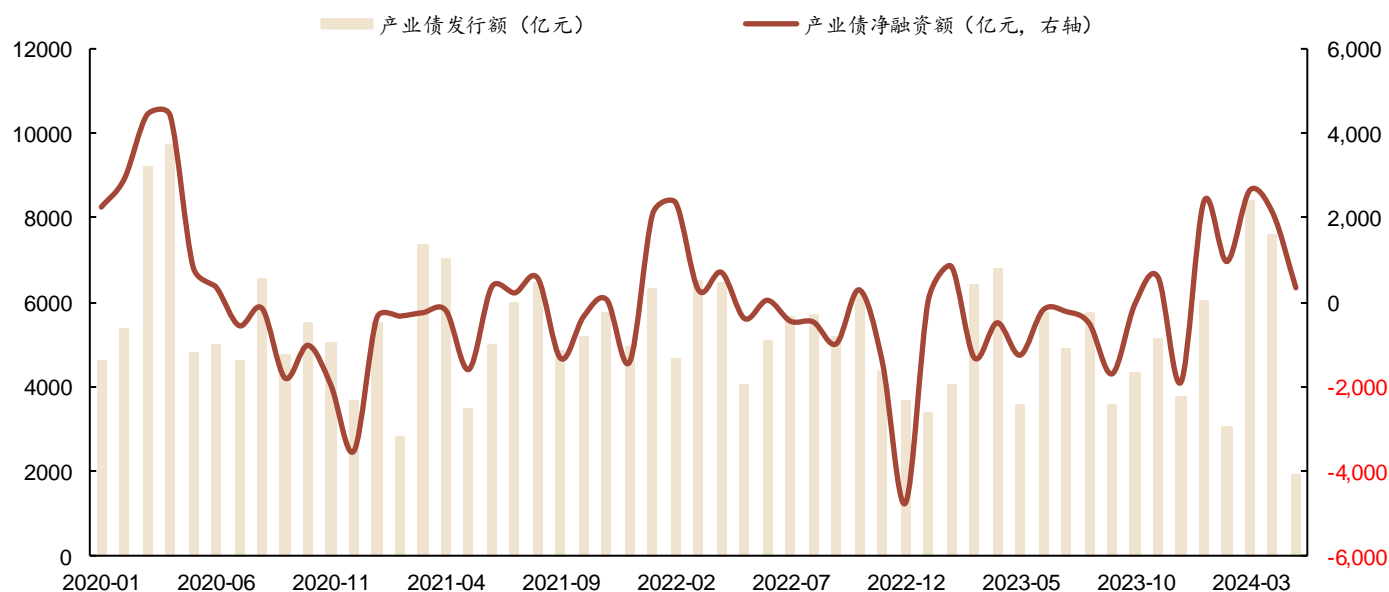
## 2.产业债：净融资贡献增量，发行情绪回落

### 2.1.一级市场：产业债或因发行利率较低导致一级热度下降

5月1-19日，产业债净融资为344亿元，3-5年发行额占比上升。5月以来，产业债发行1890亿元，净融资为344亿元，发行额同比增加450亿元，且受益于到期额下降较多，净融资同比增加1643亿元。其中，非银金融、采掘净融资规模较大，分别为117亿元、100亿元，煤炭、钢铁净融资规模在75-80亿元，公用事业、交通运输、化工、有色金属、农林牧渔和建筑装饰净融资规模在20-40亿元左右。分期限看，5月以来产业债发行期限3-5年占比为17%，高于4月的12%，5年以上占比下降至13%。

产业债发行情绪有所回落，不过发行利率大多下降。从发行倍数看，产业债3倍以上占比由48%下降至32%，而1倍占比则由22%上升至50%，或因发行利率较低导致一级热度下降。发行利率方面，5月以来产业债1年以内、1-3年和5年以上平均发行利率分别为1.90%、2.46%和2.77%，较4月分别下降12bp、35bp和5bp，仅3-5年发行利率上升4bp至2.74%。

图4：5月1-19日，产业债净融资为344亿元



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：债券类型包括短融（含超短融）、中票、公司债、企业债、定向工具和项目收益票据，2024年5月数据为5月1-19日，下同。

表 9：5 月 1-19 日，非银金融、采掘、煤炭、钢铁等 12 个行业净融资为正（亿元）

行业	2024年5月规模			2024年5月同比变化			2024年1-5月规模			2024年1-5月同比变化		
	发行	到期	净融资	发行	到期	净融资	发行	到期	净融资	发行	到期	净融资
信用债	2917	3164	-247	22	-1646	1668	52684	43450	9234	3511	-455	3966
城投债	1027	1618	-591	-428	-453	25	25731	24957	774	-1419	5271	-6690
产业债	1890	1546	344	450	-1193	1643	26952	18492	8460	4930	-5726	10656
非银金融	432	315	117	261	87	174	3546	2629	916	916	-81	997
采掘	100	0	100	90	-30	120	421	893	-472	296	86	210
煤炭	95	15	80	70	-79	149	1251	866	385	425	-350	775
钢铁	75	0	75	55	-30	85	919	510	409	366	-179	545
公用事业	444	408	36	-18	-741	723	4071	3108	963	190	-1934	2123
交通运输	160	126	34	139	7	131	1570	1105	464	613	-396	1009
化工	45	16	29	17	-71	87	703	321	382	179	-787	966
有色金属	78	53	25	38	27	11	681	508	173	273	149	123
农林牧渔	23	0	23	18	-21	39	238	101	137	79	-271	350
建筑装饰	86	65	21	27	-72	99	2311	953	1359	500	-533	1032
机械设备	8	2	6	-13	-58	45	261	189	72	28	-124	152
汽车	3	0	3	3	-0	3	117	75	42	45	-342	387
国防军工	5	5	0	0	-5	5	50	40	10	30	-45	75
通信	0	0	0	0	-10	10	742	516	226	-52	202	-254
休闲服务	0	0	0	-7	-69	62	332	224	108	74	-22	95
电气设备	0	0	0	-8	-7	-1	117	43	74	65	-39	104
计算机	0	0	0	0	0	0	65	30	35	24	-45	69
轻工制造	0	0	0	-15	0	-15	61	18	43	1	6	-5
纺织服装	0	0	0	0	0	0	15	11	4	-2	-9	7
家用电器	0	5	-5	0	5	-5	28	25	3	16	15	1
食品饮料	5	15	-10	-50	7	-57	1271	582	688	253	103	149
建筑材料	15	27	-12	-15	27	-42	229	169	60	-20	-72	52
传媒	17	30	-13	17	23	-6	184	186	-2	53	47	7
电子	10	28	-18	-5	8	-13	125	68	57	-83	-216	134
医药生物	0	18	-18	-52	-30	-22	344	234	110	3	-126	129
商业贸易	14	43	-29	-12	-75	63	1307	683	624	371	-147	519
综合	176	235	-59	-80	-113	33	4279	2799	1480	461	-571	1032
房地产	59	119	-60	-19	28	-48	1388	1420	-32	-243	-80	-163

资料来源：WIND，华西证券研究所



表 10：5 月第 3 周，产业债 5 年以上发行额占比下降，3-5 年占比上升

月份	产业债发行额 (亿元)	1年以内	1-3年	3-5年	5年以上
2022-01	6301	60%	33%	6%	1%
2022-02	4650	58%	36%	5%	1%
2022-03	6514	60%	34%	5%	1%
2022-04	6441	53%	43%	4%	1%
2022-05	4033	55%	38%	6%	1%
2022-06	5103	52%	42%	6%	1%
2022-07	5645	57%	34%	9%	0%
2022-08	5680	48%	42%	9%	1%
2022-09	5161	49%	35%	16%	0%
2022-10	6157	56%	30%	14%	0%
2022-11	4387	52%	40%	7%	1%
2022-12	3673	53%	45%	2%	0%
2023-01	3362	80%	18%	1%	0%
2023-02	4022	70%	28%	2%	1%
2023-03	6391	56%	41%	3%	0%
2023-04	6807	54%	41%	4%	2%
2023-05	3563	60%	36%	3%	1%
2023-06	5724	53%	38%	5%	4%
2023-07	4904	49%	42%	6%	3%
2023-08	5745	45%	46%	7%	2%
2023-09	3577	44%	50%	4%	3%
2023-10	4328	52%	39%	7%	2%
2023-11	5154	43%	49%	8%	1%
2023-12	3767	44%	47%	7%	2%
2024-01	6026	62%	29%	5%	5%
2024-02	3046	52%	29%	10%	9%
2024-03	8407	42%	34%	16%	7%
2024-04	7584	44%	30%	12%	14%
2024-05	1890	45%	24%	17%	13%

资料来源：WIND，华西证券研究所

注：期限 1 年以内包含 1 年，1-3 年包含 3 年，3-5 年包含 5 年。

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/205104021021011220>