

动不失时，票息为盾

——2024年债市展望

相关研究

《扬帆起航——2023年中资美元债市场展望》2022.12.23
《扬帆但信风——2023年信用债年度投资策略》2022.12.06
《待雨晴云散——可转债2023年度投资策略》2022.12.04

分析师:王巧喆

Tel:(021)23185649

Email:wqz12709@haitong.com

证书:S0850521080003

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zzr13186@haitong.com

证书:S0850522120001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

投资要点:

- **明年主线或为：财政货币双宽，合意资产稀缺。**今年10月宣布增发1万亿元国债，标志着新一轮宽财政开启，考虑到地方化债继续推进，预计明年中央加杠杆或更积极有为，广义财政也有望适时扩容。明年经济恢复向好，过程中或有曲折，结构性分化或延续。货币配合宽财政将延续稳健宽松基调，叠加通胀或延续温和走势，外汇压力或放缓，我们认为债市无需过度担忧。监管方面，关注防资金空转情况。供需方面，明年政府债供给或较为充足、优质高息资产荒大概率继续上演、资本新规生效推动供需环境迎来新阶段。
- **利率债策略：低位震荡，动不失时。**明年政策组合或为“宽财政+宽货币”，现实与预期的交织将继续演绎，债市走势或偏震荡，关注经济和宽信用的兑现路径和成色。2024年10Y国债利率高点或可参考2021年以来MLF加点的规律。考虑到货币稳健宽松，明年十年国债利率低点有望突破今年。我们认为票息策略仍占优，波段行情伺机而动，建议关注超长债和“利率+”品种银行二永债增厚收益的机会。此外，可能带动债市利率超预期突破的因素有：外部风险事件、海外地缘政治风险、理财赎回风波、财政或货币政策超预期等。
- **信用债策略：顺势而为，博弈票息。**展望24年，化债持续推进叠加资本新规落地，或对信用债供需结构产生冲击，非金融信用债供给难以放量，配置力量不减，结构性资产荒大概率延续，建议顺势而为关注短债下沉机会，优质资产可考虑拉久期。板块方面，保持对城投债的信用挖掘，建议可在化债政策重点倾斜地区控久期适度下沉，同时防范尾部估值风险；周期产业债优选景气行业央企国企个券，可做品种挖掘；二永债关注明年供需调整，波动或加大。
- **可转债策略：攻守兼备，顺时施宜。**24年我们预计供需或维持紧平衡，今年转债估值中枢下移，明年权益市场有望迎来高质量发展的新阶段，纯债利率偏低，机会成本不高，且供给对估值影响有限，明年估值或在高位波动。24年机会主要来自于股市赚钱效应、估值阶段性低点的修复和配置价值、条款博弈等。行业上建议关注硬科技电子及医药，消费存在结构性机会，另外转债汽车标的较多，建议关注智能驾驶相关，策略上重点关注平衡型品种。
- **风险提示：**基本面变化、政策不及预期、信用风险、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

目 录

1. 明年主线或为：财政货币双宽，合意资产稀缺.....	6
2. 利率债策略：低位震荡，动不失时.....	14
3. 信用债策略：顺势而为，博弈票息.....	19
4. 可转债策略：攻守兼备，顺时施宜.....	25

图目录

图 1	23 年以来债市利率整体呈“V”型走势 (%)	6
图 2	疫情前我国经济增长目标基本不会持续下调 (%)	8
图 3	23 年我国广义财政赤字率继续下降 (%)	8
图 4	2023 年实际狭义赤字率下降 (%)	8
图 5	我国中央杠杆率更低 (%)	8
图 6	边际消费倾向回升, 但较疫情前仍有差距	9
图 7	居民收入信心需继续修复 (%)	9
图 8	美国库存补库在即 (%)	9
图 9	IMF 预测显示明年全球经济增长仅略微低于 23 年	9
图 10	中国地产库存并不低	9
图 11	新一轮补库存周期已开启 (%)	9
图 12	基本面仍需货币维持稳健宽松 (%)	10
图 13	我国居民和企业的实际利率并不低 (剔除通胀, %)	10
图 14	银行净息差再创历史新低至 1.73% (%)	10
图 15	存款定期化 (%)	10
图 16	2023 年服务业通胀较快回升 (%)	11
图 17	从产能看猪肉涨价压力或有限	11
图 18	消费业 CPI 仍处于历史同期低水平 (同比, %)	11
图 19	PPI 同比与国际油价同比增速走势一致 (%)	11
图 20	中美利差倒挂较深 (%)	11
图 21	我国经济修复向好, 汇率压力或缓解 (%)	11
图 22	23 年以来 M1-M2 倒挂加深	12
图 23	2020 年以来提到防资金空转之后资金面会边际收敛	12
图 24	中性假设下, 明年政府债净供给规模约 8.5 万亿元 (不含特殊再融资债)	12
图 25	非法人机构和银行配置意愿对存单需求端影响较大	13
图 26	非法人产品配置意愿对二级资本债需求端影响较大	13
图 27	超长债相对于房贷性价比尚可 (%)	14
图 28	债贷比价低于中位数水平 (%)	14
图 29	10Y 国债利率振幅趋降 (BP, 更新至 23/11/24)	15
图 30	23 年利率波动率仍处偏低水平 (% , 更新至 23/11/24)	15

图 31	在宽财政+宽货币组合的前半程，债市走势偏震荡（%）	15
图 32	2021 年以来 10Y 国债利率区间大致是 MLF-20BP 至 MLF+30BP	16
图 33	当前国股大行合计剩余二永债发行额度 9970 亿元	17
图 34	明年四大行资本工具净融资额或较今年增加 1 万亿元	17
图 35	今年以来基金和保险对二永债配置力量偏强（亿元）	18
图 36	超长债发行规模稳定，而险资配债明显提升（亿元）	18
图 37	30Y 国债波动性与 10Y 国债接近	18
图 38	超长债兼具保险的刚性配置需求和基金的活跃交易	19
图 39	30Y 国债流动性显著提升	19
图 40	2023 年信用债收益率曲线总体波动和国债类似	20
图 41	2023 年违约债券集中于房地产业	21
图 42	2023 年违约债券集中于民营企业	21
图 43	2023 年产业债评级下调主体多分布于建筑装饰、非银金融与轻工制造行业	21
图 44	城投债发行回暖，净融资基本持平	22
图 45	偏弱区域净融资普遍为负	22
图 46	城投债信用利差整体压降，9 月小幅调整	22
图 47	煤炭债信用利差与煤炭价格变动密切相关	24
图 48	2023 年钢铁债信用利差低位震荡	24
图 49	今年转债走势波折	25
图 50	今年纯债表现强于转债强于权益	25
图 51	今年供给相比往年明显偏少（亿元）	25
图 52	因破净或破发而不得再融资的公司分布（按行业）	26
图 53	因连续亏损而被限制融资间隔期的公司分布（按行业）	26
图 54	转债待发新券仍多	27
图 55	基金转债仓位在历史高位	27
图 56	其他主要机构持有转债市值变化	27
图 57	A 股风险溢价率已接近去年 10 月底	28
图 58	A 股股债收益比高于去年 10 月底水平	28
图 59	17 年扩容后转债估值与供给规模走势基本不相关	28
图 60	估值在历史不低的位置	28
图 61	今年下修只数明显增多	29
图 62	23 年多只转债下修不到位	29
图 63	超预期赎回一定程度压制股性券溢价率	29

图 64	23 年赎回只数同比下降	29
图 65	今年平衡型策略占优	30

表目录

表 1	2023 年信用债表现整体更优	7
表 2	活跃资本市场、提振投资者信心相关政策梳理	14
表 3	23Q3 四大行 TLAC 缺口总计约 2.09 万亿元 (%)	17
表 4	不同 RWA 增速和资本充足率调整幅度下四大行 TLAC 缺口变动规模测算(亿元) 17	
表 5	信用债边际违约率下探至 6 年新低	21
表 6	8 月以来市场对于天津、云南等地区轮动挖掘票息收益	23
表 7	当前煤炭利差水平处于年内低位 (分位数取 2021 年以来)	24
表 8	下半年中低等级利差下行明显 (分位数取 2021 年以来)	24
表 9	交易所有关负责人就优化再融资监管安排的具体执行情况答记者问	26
表 10	多因子策略 11 月持仓情况&基本面组合	30

回顾 2023 年，基本面修复进程与政策推行节奏持续牵动市场情绪，结构性资产荒逻辑演绎，债市先扬后抑、信用票息更优。展望 2024 年，新一轮宽财政周期已然开启，经济恢复向好但前进过程不乏曲折，货币政策有望延续稳健宽松基调，优质高息资产供给或依然稀缺。我们预计债市整体将低位震荡，利率债建议稳健配置、关注超长债和二永债增厚收益机会；信用债顺势而为关注短债下沉机会，优质资产可考虑拉久期；转债攻守兼备，估值或在高位波动，关注平衡型策略。

1. 明年主线或为：财政货币双宽，合意资产稀缺

2023 年债市围绕经济修复预期与现实、宽货币与稳增长政策两条主线进行博弈，10Y 国债利率分别在 1 月末和 8 月底达到年初以来的高点 and 低点，整体呈现“V”型走势。2023 年伊始，市场延续经济复苏和稳增长政策发力预期，10Y 国债利率上行并于 1 月 28 日达到年初以来（截至 11 月 24 日，下同）的高点 2.93%。春节假期过后，基本面迎来数据空窗期、经济修复高度有待验证，同时资金面波动较大，利率在高位窄幅震荡。进入 3 月，强刺激政策担忧消退，叠加资金面转松，债市利率开始单边下行趋势。这一行情持续到 8 月底附近，直至 8 月 21 日达到年初以来低点的 2.54%，期间债市支撑主线主要为两条：一是基本面修复预期以及相关数据的逐渐验证，二是平稳偏松的资金面环境和广谱利率的下调（3 月央行降准 25BP，6 月五大行存款挂牌利率调降、OMO 超预期先于 MLF 利率下调，8 月央行超预期非对称降息）。8 月末开始，活跃资本市场、购买首套房贷款“认房不用认贷”、降低存量首套房住房贷款利率等积极政策频出，市场风险偏好提振推动利率触底回升。随后资金面持续偏紧、政府债供给放量、万亿国债增发落地，进一步压制债市情绪。期间，央行于 9 月 15 日降准 25BP，但利好被快速消化。11 月，上旬资金压力整体缓和，PMI 数据回落，债市有所回暖，下旬再度回归资金面不确定性和稳增长政策预期升温的逻辑中。

图1 23 年以来债市利率整体呈“V”型走势（%）



资料来源: WIND, 中国政府网, 央广网, 原银保监会, 新华网, 人民网, 上海证券报, 证监会, 新华社, 海通证券研究所整理, 数据截至 2023/11/24

反映在策略选择上，2023 年信用债表现整体优于利率债，久期选择和资质下沉偏好更为积极。我们基于主要指数收益率对年初以来策略选择进行回顾：2023 年赎回潮影响逐渐消退，流动性环境相对宽松，机构配置热情较高，而优质资产供给依然不足，结构性资产荒逻辑演绎，信用票息策略表现更优。期间，4-6 月和 8 月由于受到政策利率调降、机构止盈情绪升温、稳增长积极政策扰动理财委外负债端等因素影响，利率债表现相对优于信用债。

表 1 2023 年信用债表现整体更优

日期	利率债 (指数涨跌幅,%)			信用债 (指数涨跌幅,%)						策略选择		
	1.2倍杠杆滚隔夜			1.2倍杠杆滚隔夜						券种	久期	资质
	综合	久期		综合	久期		资质					
中债总指数	1-5年政金债指数	7-10年政金债指数	中债信用债总指数	中债短融总指数	中债中票总指数	中证隐合评级AAA指数	中证隐合评级AA+指数	中证隐合评级AA指数	策略选择	久期	资质	
月度策略选择												
23年1月	-0.06	-0.08	0.03	0.48	0.41	0.46	0.20	0.43	0.60	信用债	均衡	资质下沉
23年2月	0.09	0.06	0.05	0.57	0.30	0.70	0.47	0.77	1.06	信用债	中长久期	资质下沉
23年3月	0.72	0.60	0.81	0.66	0.39	0.73	0.68	0.75	1.05	均衡	利率中长期久期+信用中长期久期	资质下沉
23年4月	0.72	0.37	0.80	0.52	0.34	0.57	0.59	0.65	0.75	利率债	中长久期	资质下沉
23年5月	0.83	0.70	0.94	0.59	0.42	0.62	0.71	0.63	0.68	利率债	中长久期	均衡
23年6月	0.62	0.44	0.68	0.32	0.26	0.32	0.40	0.34	0.27	利率债	中长久期	高等级
23年7月	0.43	0.25	0.38	0.37	0.34	0.43	0.42	0.43	0.52	均衡	利率中长期久期+信用均衡	均衡
23年8月	0.84	0.47	0.97	0.51	0.36	0.58	0.56	0.58	0.89	利率债	中长久期	资质下沉
23年9月	-0.57	-0.16	-0.54	-0.06	0.19	-0.09	-0.27	-0.18	-0.06	信用债	短久期	资质下沉
23年10月	0.19	0.14	0.28	0.22	0.33	0.24	0.17	0.22	0.37	均衡	利率中长期久期+信用均衡	资质下沉
23年11月	0.26	0.04	0.14	0.43	0.28	0.49	0.41	0.41	0.65	信用债	中长久期	高等级+资质下沉
年度策略选择 (年化)												
2019年	2.99	2.89	3.25	3.81	2.22	4.01	3.92	4.57	5.75	信用债	中长久期	资质下沉
2020年	2.02	1.95	2.95	2.33	1.94	2.45	2.74	2.41	2.85	信用债	中长久期	高等级+资质下沉
2021年	4.79	3.03	6.31	3.13	2.12	4.08	4.25	4.60	5.10	利率债	中长久期	资质下沉
2022年	2.49	1.91	2.85	1.48	1.76	1.85	1.80	1.45	1.58	利率债	中长久期	高等级+资质下沉
2023年	2.99	1.61	3.51	3.60	2.48	4.12	3.29	4.08	6.07	信用债	中长久期	资质下沉

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算; 数据截至 2023/11/30

展望明年, 债市主线或是: 宽财政 vs 宽货币, 经济波折向好 vs 结构性资产荒延续。具体来看:

宽财政积极信号已释放。我国实际狭义赤字率(实际狭义赤字率=一般公共预算支出和收入的差额与当年GDP的比值)自去年下半年以来震荡下降, 广义赤字率从22年11.8%的高点已下降至今年10月的8.9%(在测算广义财政赤字率的时候, 我们不仅考虑一般公共预算收支、政府性基金预算收支, 还考虑了政策性金融债券净融资、PSL融资、城投债券净融资、铁道债净融资), 二者均显示2023年我国财政扩张力度较为克制。展望明年或将更趋宽财政, 23年10月宣布增发1万亿元国债、2023年赤字率从3.0%上调至3.8%, 其中5000亿元结转至明年使用¹, 这意味着新一轮宽财政的开启。

经济增长“现实”与“目标”的缺口对应着货币政策和稳增长、财政政策等如何配合。经济增速上行的高度很大程度上决定了利率中枢上行的幅度, 对于明年我国经济增速最终能达到多高, 还需看明年经济增长目标的设定。参考疫情以前(2020年以前), 我国经济增长目标的设定一般情况下不会持续下调, 预计明年经济增长目标或继续设定为5%、与23年的目标持平。随着地产动力减弱, 财政收入本身具有顺周期性, 明年经济不似23年有低基数优势, **财政政策逆周期发力迫切性和重要性均趋于提升。**

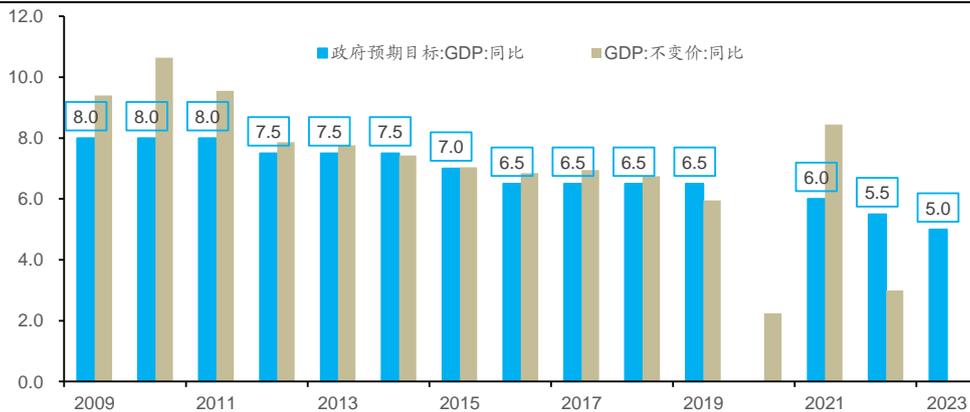
中央加杠杆更具空间。与国际水平对比, 我国政府杠杆率并不高, 低于世界平均水平约13pct, 低于发达国家平均水平约30pct。回顾历史, 中央更具发力空间, 2019年以来中央和地方政府均在加杠杆, 但前者加杠杆速度不及后者, 截至23Q3中央政府和地方政府杠杆率分别为22.6%、31.2%, 前者低于后者8.6pct。23年10月召开的中央金融工作会议指出²“建立防范化解地方债务风险长效机制, 建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制, 优化中央和地方政府债务结构”, 再考虑到地方化债不断推进、严格控制新增, 我们预计明年中央加杠杆或更积极有为。

广义财政有望适时扩容。除了提高赤字率+专项债新增额度维持较高水平之外, 政

¹ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6911405.htm
² <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1781318572705057602&wfr=spider&for=pc>

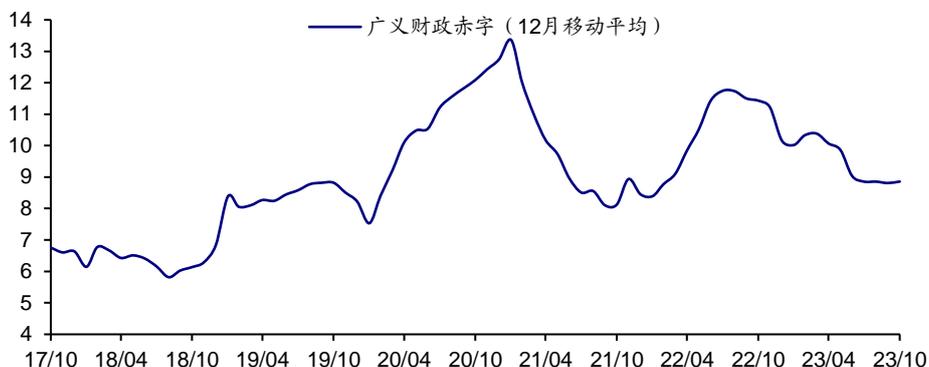
府债券存量限额的盘活、准财政工具的发力（政策行信贷、政策性开发性金融工具等），新政策工具的研究推出等也均有可能。

图2 疫情前我国经济增长目标基本不会持续下调（%）



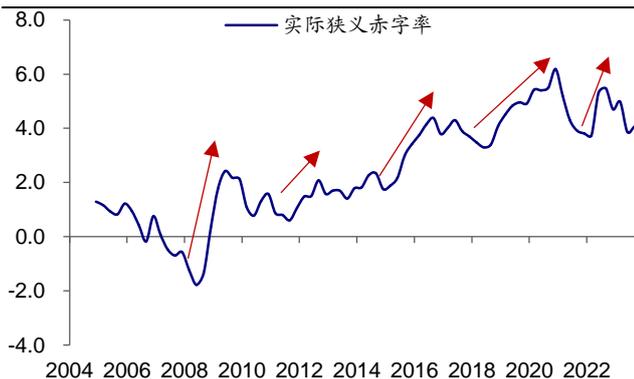
资料来源：Wind，海通证券研究所。目标是区间值的按区间上值。

图3 23年我国广义财政赤字率继续下降（%）



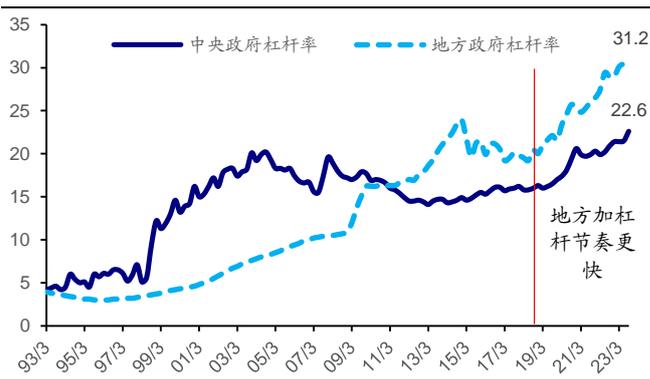
资料来源：Wind，海通证券研究所测算

图4 2023年实际狭义赤字率下降（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所。实际狭义赤字率=一般公共预算支出和收入的差额与当年GDP的比值。

图5 我国中央杠杆率更低（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

明年经济大方向是恢复向好。23年前三季度GDP实际累计同比增速为5.2%，Q4经济同比增速在稳增长政策继续发挥效果和低基数的影响下，读数或继续回升，全年5%的预期目标有望顺利实现，假设23年经济增速为5.4%（参考IMF对我国经济增速的预测），那么两年平均增速为4.2%左右，防疫政策优化落地近一年以来，我国经济积极因素在积累，明年经济有望在22-23年两年平均增速的基础上继续上探。

但前进过程中不乏曲折，结构性分化或延续。（1）消费温和改善但有基数压力。居民就业和消费意愿在不断修复，截至23年10月城镇调查失业率已处于5%的低水平，

居民消费倾向也从去年末的 66.5% 升至 23 年 Q3 的 67.8%。但是也要注意，居民储蓄有待积累，未来收入信心指数低于 2019 年同期 4.1pct（最新数据为 23Q2），消费意愿较疫情前和 2021 年高点仍有差距，居民资产负债表有待进一步修复。此外，明年也面临基数压力。（2）出口或大体企稳，但不确定性较强。从国内 PPI 来看明年价格对出口的影响或边际改善，但外需不确定性较大，美国补库存有望开启，但紧货币对经济抑制效果或显现，从 IMF 预测数据来看，我国主要出口国美国和日本经济增长可能放缓，而欧盟、东盟五国和韩国的经济增速或回升。（3）投资或表现分化。其一、房地产投资降幅或缩小，23 年 8 月以来房地产政策优化调整带动商品房销售脉冲式回升，随着积压的刚需、改善性需求的释放，销售数据又趋于回落、并处于历史同期偏低位。展望明年，国内需求偏低、住房库存仍高、二手房替代新房，但是城中村改造和保障房建设有望带动相关投资，我们预计明年房地产投资降幅或缩小。其二、基建投资或表现较好，主要是宽财政背景下的资金支持和“三大工程”配套基建项目的需求支撑。其三、制造业投资或韧性较强，积极因素是国内库存进入新一轮补库周期，以及政策对制造业支持力度一直较大，消极因素是外需不确定性仍强，房地产投资偏弱。

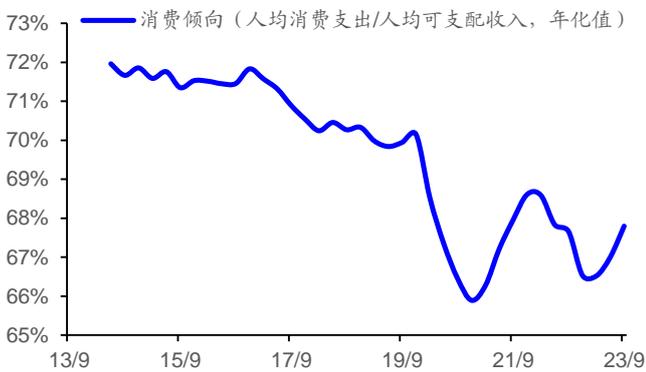
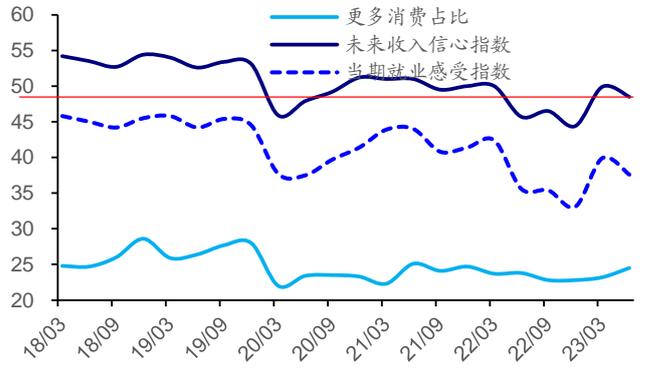
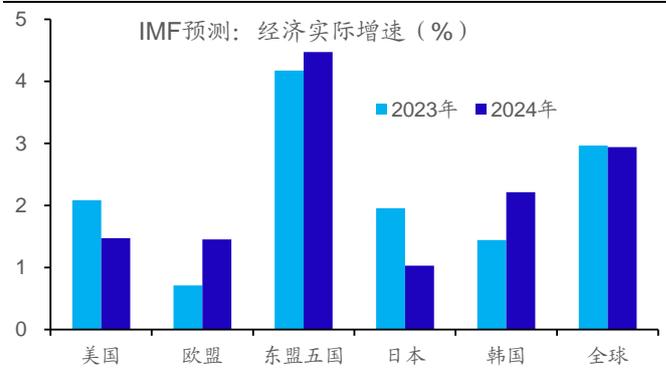
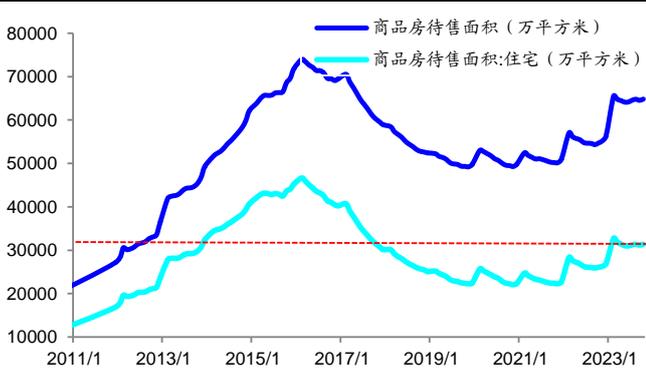
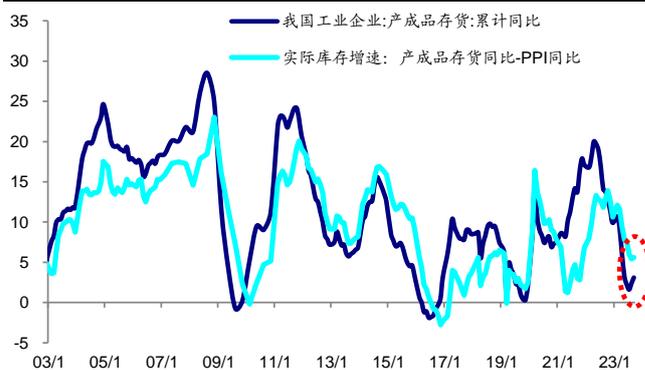
图6 边际消费倾向回升，但较疫情前仍有差距

图7 居民收入信心需继续修复 (%)

图8 美国库存补库在即 (%)

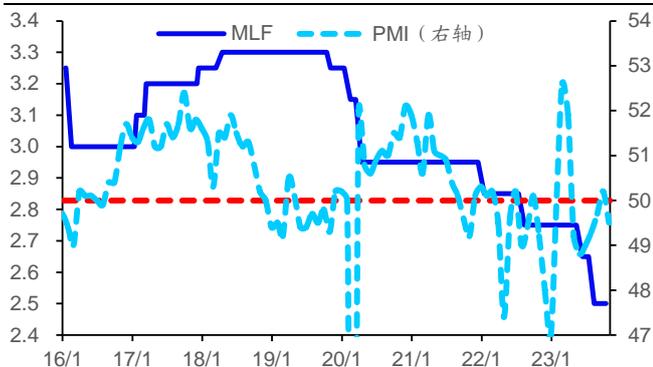
图9 IMF 预测显示明年全球经济增长仅略微低于 23 年

图10 中国地产库存并不低

图11 新一轮补库存周期已开启 (%)


债市或无需过度担忧，预计宽货币配合、延续稳健宽松基调。一方面，从 PMI 和政策利率关系来看，前者持续且显著高出荣枯线时，货币政策才会回归中性或者转向。中长期看我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变，但短期还在疫后修复阶段，经济波浪式发展、曲折式前进，需要维持稳健宽松的货币环境，日前中央金融工作会议表态³“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”也表明了这点。我国银行净息差下降趋势，23Q3 数据已创历史新低至 1.73%，也需宽货币来支持银行保持合理的利润和净息差水平，以便其更好的服务实体经济。另一方面，从降低实体部门的实际融资成本来考量，2023 年以来在政策利率、存款利率均下调的作用下，23Q2 贷款利率已下降至有数据以来新低，然而剔除通胀后的实际利率水平自去年下半年以来持续攀升，目前仍处于偏高水平。整体来看，明年政策利率、存贷款利率均仍有调整空间，其中结构性货币政策工具也是投放基础货币和稳信用的着力点之一。

以及，通胀或延续温和走势，PPI 或逐步转正。23 年以来服务业通胀抬升，对 CPI 的拉动显著，服务业 CPI 同比已大体回到 2019 年、2021 年同期水平，而消费业 CPI 同比增速仍在偏低水平。展望明年，消费业通胀对 CPI 整体的拉动空间更值得关注。其中，从能繁母猪指标来看，预计明年猪肉有一定涨价压力、但价格上行幅度或不大，再结合基数情况，我们预计明年 CPI 或延续温和走势。PPI 方面，海外经济增长或放缓，受供需影响国际油价走势或偏震荡，国内经济温和修复，叠加 PPI 低基数，我们预计明年 PPI 同比降幅或趋于缩小至逐步转正。

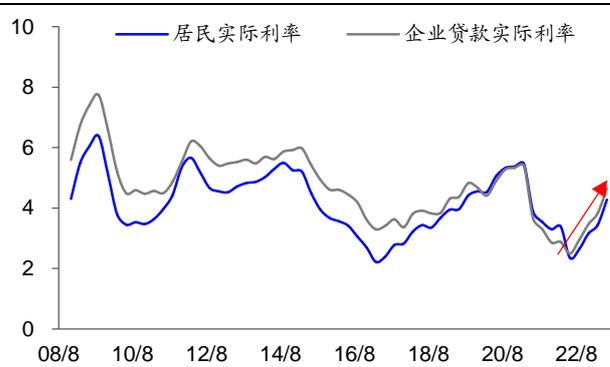
外汇压力或放缓，外资需求趋于改善。美联储加息周期或已结束，再考虑到美国超额储蓄也已经被大量消耗，后续货币政策的抑制效应将逐步体现，经济基本面对美元走强的支撑力或逐渐减弱，而我国经济持续修复，财政政策积极发力，货币政策延续稳健宽松基调。整体来看，我国外汇压力或趋于缓解。相应的，中美利率的利差有望收窄，外汇对货币政策的掣肘或将减弱，外资配债力度有望加速改善。

图12 基本面仍需货币维持稳健宽松 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 我国居民和企业的实际利率并不低 (剔除通胀, %)



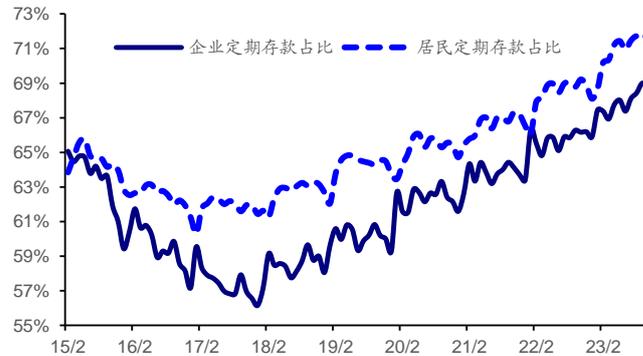
资料来源：WIND，海通证券研究所

图14 银行净息差再创历史新低至 1.73% (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

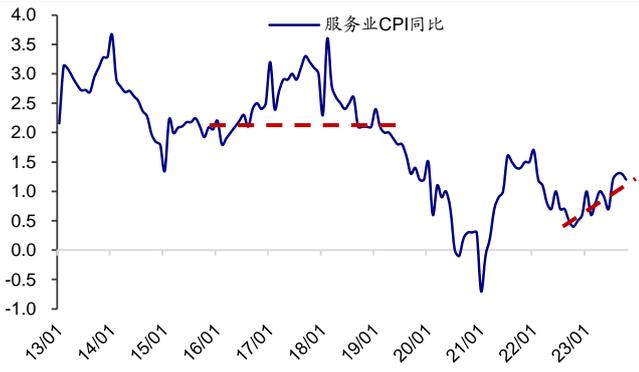
图15 存款定期化 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

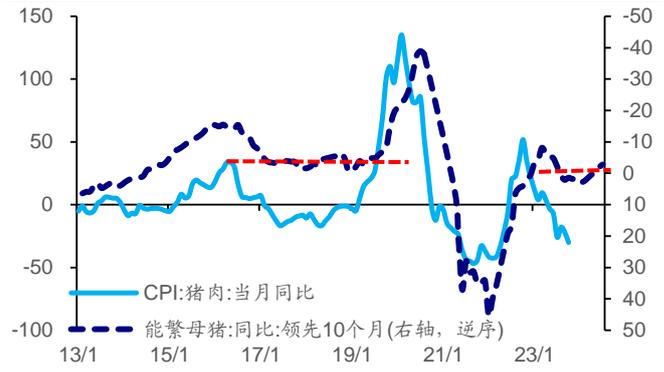
³https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

图16 2023年服务业通胀较快回升(%)



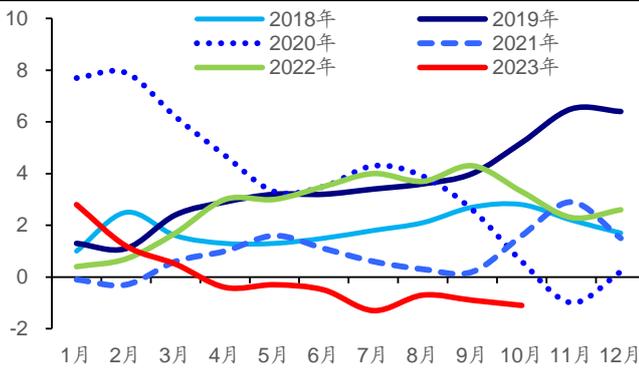
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图17 从产能看猪肉涨价压力或有限



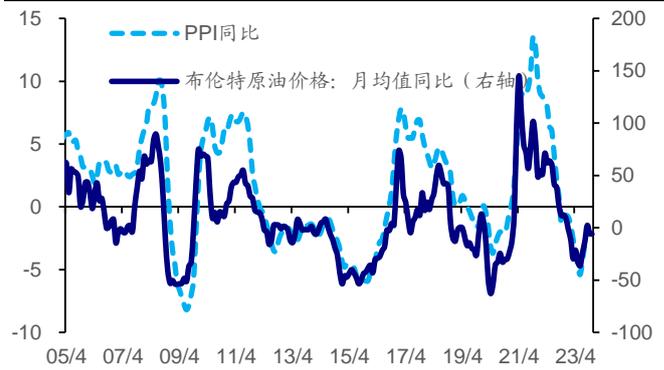
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图18 消费业CPI仍处于历史同期低水平(同比, %)



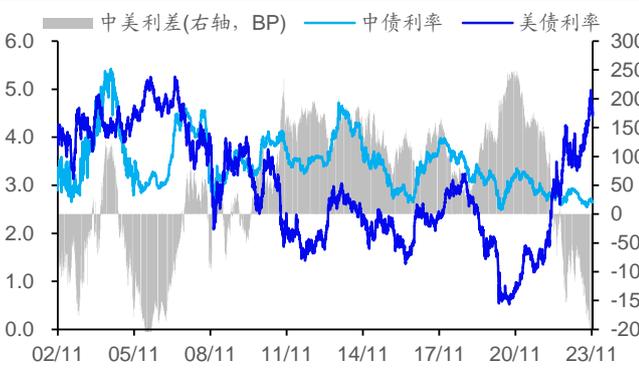
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图19 PPI同比与国际油价同比增速走势一致(%)



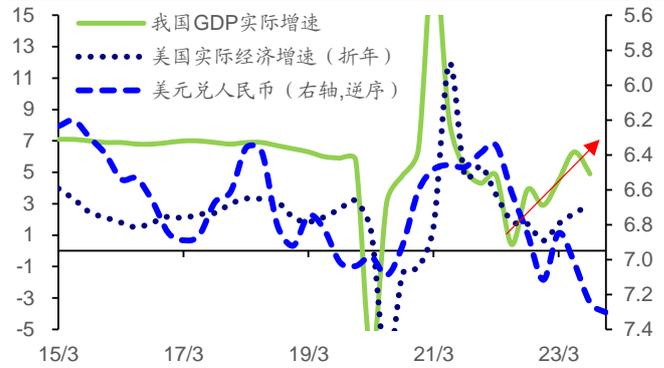
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图20 中美利差倒挂较深(%)



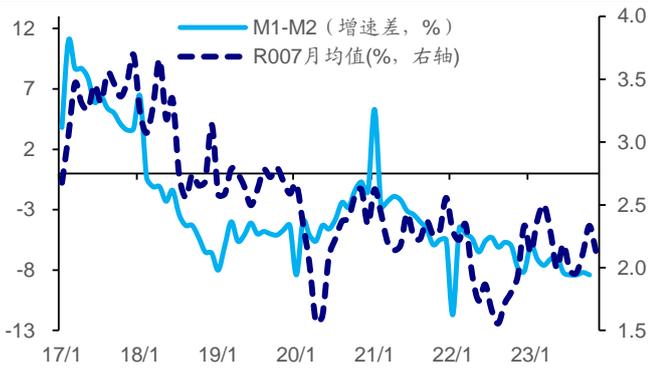
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图21 我国经济修复向好, 汇率压力或缓解(%)

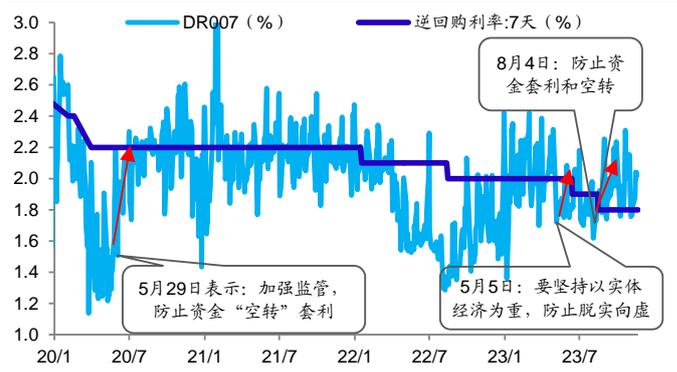


资料来源: WIND, 海通证券研究所

关注防资金空转。23年2月下旬至8月中旬债牛行情的背后也有银行间流动性淤积的贡献(社融与M2倒挂, M1-M2剪刀差持续下降等), 8月下旬至10月末资金偏紧带动债市走势偏弱, 除了政府债供给、汇率、季节性因素之外, 也有“防资金空转”的影响。回顾2020年以来几次提到“防资金空转”后的资金面皆有收敛压力, 对债市产生利空影响。基于金融要为经济社会发展提供高质量服务, 我们预计明年在经济和政策引导的双重影响下, 资金“淤积”在银行间的可能性下降, 明年需继续关注“防资金空转”的情况和影响, 今年8月下旬以来资金分层、波动加大, 明年有可能延续此风格。

图22 23年以来 M1-M2 倒挂加深


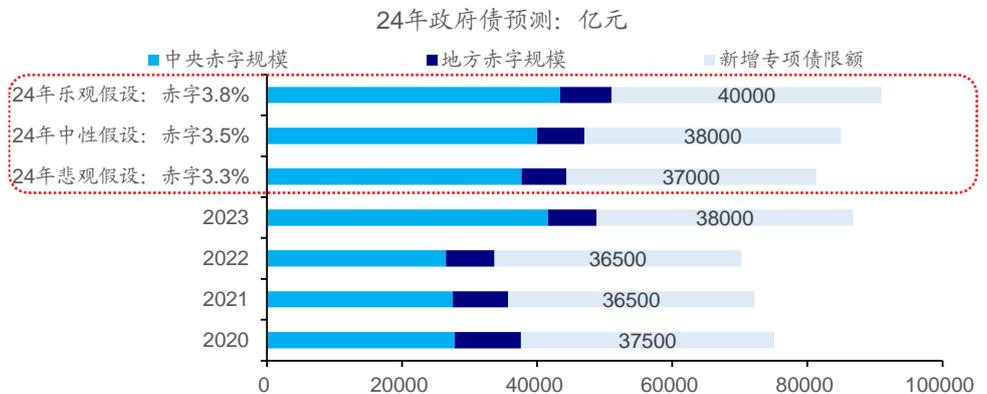
资料来源: WIND, 海通证券研究所

图23 2020年以来提到防资金空转之后资金面会边际收敛


资料来源: WIND, 中国政府网、中国人民银行, 海通证券研究所

明年政府债净供给规模可能较高, 高峰或在 Q3 和 Q1。假设明年经济增长目标设定为 5%, 考虑到 2023 年增发的 1 万亿元国债当中有 5000 亿元是结转至 2024 年使用, 我们分乐观、中性、悲观三种情况讨论分析 (详见下图, 不考虑特殊再融资债时), 中性情况下政府债净融资规模或为 8.3-8.5 万亿元 (使用率按新增额度的 98% 和 100% 计算), 小幅低于 23 年, 若明年特殊再融资继续放量发行或者赤字率更为积极, 则政府债净供给压力将进一步增大。若有特别国债, 则赤字率将没有我们假设的那么高。整体来说, 2024 年政府债净供给规模依然较高。节奏方面, 明年地方债新增额度提前批有望在今年年底下达, 结合以往规律来看, 政府债净供给节奏或类似于 2023 年前三季度, 供给高峰或在 Q3、其次是 Q1。

社融或震荡小幅回升。明年信贷同比多增规模或较 23 年继续增加, 政府债规模或依然偏高, 但是在化债背景下预计非标或小幅压降, 其余分项显著多增可能性或也较小。整体来看, 社融增速或在震荡中小幅抬升。

图24 中性假设下, 明年政府债净供给规模约 8.5 万亿元 (不含特殊再融资债)


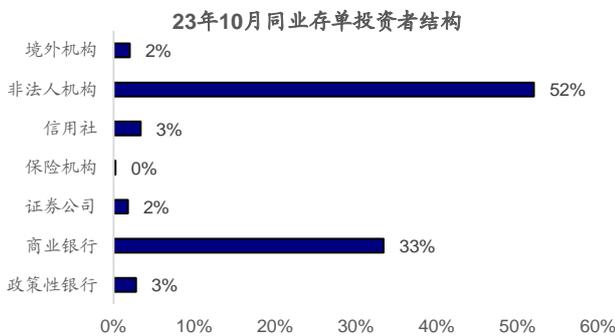
资料来源: Wind, 海通证券研究所测算

债市结构性资产荒或延续。我们认为明年政府债供给依然较为充足, 资产荒或主要体现在高票息、优质信用债方面。主要原因可能有: 其一、城投债新增供给偏少, 2022 年、2023 年 1-11 月净融资规模仅 8700 亿元、1 万亿元左右, 较 2020 年和 2021 年同期均大幅下滑, 城投债政策仍处于收紧周期, 逐渐进入存量时代。其二、需求端较强, 23 年 10 月以来超万亿特殊再融资债落地发行, 化债政策落地, 缓解债务到期压力, 城投债短期安全性抬升。其三、债市收益率水平已处于历史偏低位, 各类资管产品在业绩压力下增厚收益、挖掘高息资产的诉求依然较强。

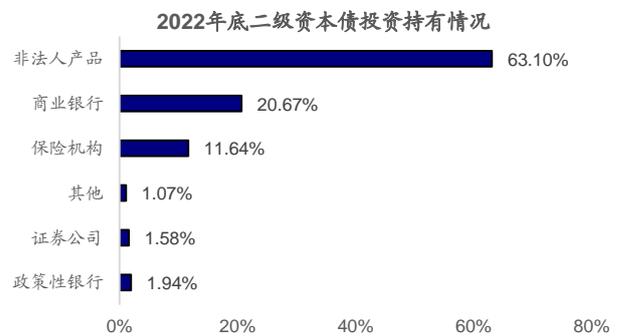
其中, 资本新规正式生效, 债券风险权重和资管产品计量方式全方位调整, 债市供需环境迎来新阶段。

1) 于债券而言, 风险权重系数调整幅度与银行持仓占比综合影响资产定价, 重点

关注存单与二级资本债。①地方政府一般债风险权重由 20%调降至 10%，但考虑到 20 年以来地方政府债与国债之间的利差已有明显压缩，且银行在其投资者结构中占主导地位（截至 23 年 10 月银行占比 83%），对债券发行的定价权较高，地方政府债利率实际受资本新规影响或有限。②投资级公司信用债风险权重由 100%降至 75%，利好高等级信用债，与低等级信用债之间的分化或将加深。③原始期限三个月以上的 A 级银行存单风险权重由 25%提升至 40%。从存单投资者结构来看，截至 23 年 10 月商业银行、非法人机构占比分别为 33%、52%，因此自营和委外的投资意愿下降对于长久期存单的定价扰动或较大。而从供给端来看，在流动性指标考核要求下，银行仍有发行 6M 以上期限存单的刚性需求。供需两端的期限偏好错位或将导致存单期限利差扩大。④二级资本债风险权重由 100%提升至 150%。由于银行自营本身在投资者结构中占比仅二成左右，其持仓变动对二级资本债定价影响有限，但或将导致以互持为主的中小行发债难度上升。非法人产品在投资者结构中占比超六成，因此需主要关注委外产品对二级资本债的配置意愿变动。此外，若债券利率定价因资本占用成本补偿而上行，则二级资本债对于理财和保险的吸引力或将进一步加强。由于银行永续债的风险权重保持不变，二永之间品种利差或将压缩。

图25 非法人机构和银行配置意愿对存单需求端影响较大


资料来源：WIND，海通证券研究所

图26 非法人产品配置意愿对二级资本债需求端影响较大


资料来源：中央结算公司，海通证券研究所

2) 于委外产品而言，穿透计量和杠杆率调整共同约束比价优势，利率债基和底层资产清晰产品更占优。新规对于资管产品设定穿透法、授权基础法和 1250%风险权重三种计量方法。其中，穿透法要求银行获取的基础资产信息能够被独立第三方（投资公募基金时包括产品管理人）确认，或者直接通过第三方进行计量，但计量结果应经外部审计且适用 1.2 倍的风险权重。此外，资管产品计算 RWA 时应乘上杠杆率。出于资本节约考虑，银行对于底层资产清晰的定制型债基、指数类基金等产品，以及资产风险系数更低的利率债基或更为青睐，而存单、二永债投资占比更高的货基和金融债基、以及高杠杆产品的比价优势将被削弱。新规实行后，基金主体或将采取细化底层资产披露程度、调整杠杆率和高风险系数资产持仓占比等方式进行应对，而委外规模较大且资本承压的银行主体或将在季末考核时点适当调整金融投资结构，资管产品的阶段性估值波动或将加大。

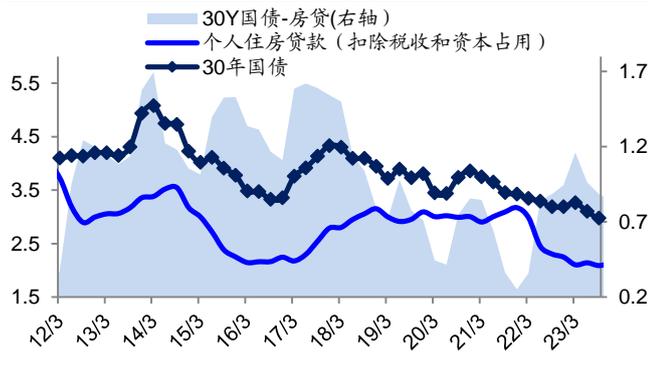
3) 于银行而言，资本新规整体有助于提升资本充足率，为后续信贷投放、支持地方化债留出资本空间。新规取消了内评法银行“内部评级法覆盖部分的信用风险加权资产不低于商业银行内部估计值的 1.06 倍”的要求，将永久资本底线由 80%放松至 72.5%，在银行净息差承压的背景下有助于缓解资本压力，也有助于四大行顺利达标 TLAC 要求。对于权重法银行而言，资本新规在房地产贷款、地方政府债、信贷投放等方面的调整也偏积极。“《资本办法》实施后，银行业资本充足水平总体稳定，平均资本充足率稳中有升⁴”，银行之后信贷投放和支持地方化债或更为积极。

⁴ https://mp.weixin.qq.com/s/pdcq_Ei86_aFT2py5w-Bqw

2. 利率债策略：低位震荡，动不失时

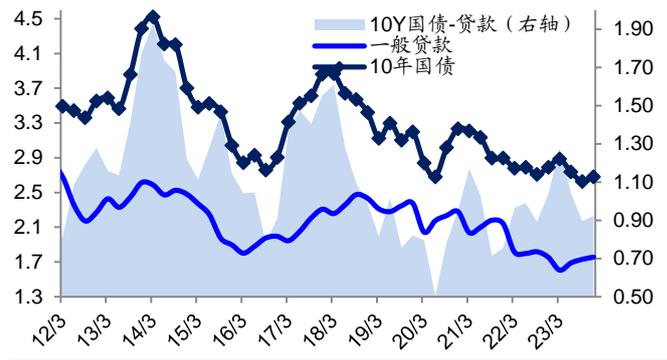
从表内、股债比价来看：市场风险偏好或逐步提升，利好风险资产表现，关注股债跷跷板对债市需求影响。从当前比价情况来看，沪深 300 股息率与十年国债利差仍处于近三年 99%分位数，显示权益性价比仍高。10Y 国债相对于一般贷款利差、30Y 国债相对于房贷利差分别处于 2018 年以来的 45%、52%分位数（扣除资本占用和税收），显示超长债相对于房贷性价比尚可。展望 2024 年，活跃资本市场效果或逐步显现，叠加海外降息周期有望开启引导资本回流、地产政策导向积极、财政和货币政策协同发力等因素影响，市场风险偏好或将进一步提振，关注股债跷跷板效应对债市的扰动。

图27 超长债相对于房贷性价比尚可 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所测算；数据截至 2023/11/28

图28 债贷比价低于中位数水平 (%)



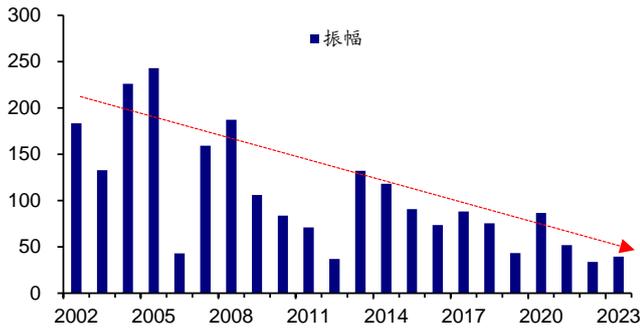
资料来源：WIND，海通证券研究所测算；数据截至 2023/11/28

表 2 活跃资本市场、提振投资者信心相关政策梳理

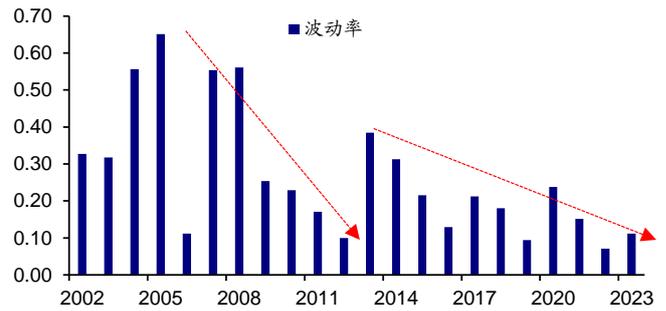
日期	文件/会议/讲话等	相关内容
7/24	中共中央政治局会议	要活跃资本市场，提振投资者信心。
8/18	证监会	确定了“活跃资本市场、提振投资者信心”的一揽子政策措施，包括拓宽公募基金投资范围和策略，建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”，研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间等。证监会指导上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所自 8 月 28 日起进一步降低证券交易经手费。
8/27	证监会	证监会统筹一二级市场平衡、优化 IPO、再融资监管安排。
8/28	财政部、国家税务总局	证券交易印花税实施减半征收。
10/11	中央汇金公司增持四大行股份	11 日晚间，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行分别发布公告称，接到控股股东中央汇金投资有限责任公司（简称“汇金公司”）通知，汇金公司于 2023 年 10 月 11 日通过上海证券交易所交易系统增持其 A 股股份。汇金公司拟在未来 6 个月内（自本次增持之日起算），以自身名义继续在二级市场增持其股份。
10/14	证监会	对融券及战略投资者出借配售股份的制度进行针对性调整优化，在保持制度相对稳定的前提下，阶段性收紧融券和战略投资者配售股份出借。
10/23	中国人民银行行长 潘功胜	进一步推动活跃资本市场、提振投资者信心的政策措施落实落地，从投资端、融资端、交易端、改革端协同发力，不断激发市场活力。
11/3	证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》向社会公开征求意见	本次修订对证券公司开展做市、资产管理、参与公募 REITs 等业务的风险控制指标计算标准进行了优化完善，进一步引导证券公司在投资端、融资端、交易端发力，充分发挥长期价值投资、促进价格回归、活跃资本市场等作用，助力资本市场枢纽功能发挥。

资料来源：中国政府网，上海证券报，中国证券报，中国人大网，新华网，证监会，新华社，海通证券研究所整理

从振幅和波动率来看，我国债市愈发呈现低波动的特点。我们用每年十年期国债利率的最大值减去最小值，及标准差来计算其振幅和波动率，可以发现 2005 年以来便整体呈现下降趋势，22-23 年振幅仅为 34BP 和 39BP，同时周期波动峰值也在不断降低，背后的原因可能是经济基本面波动放缓、货币政策工具丰富且操作更加精准及时、以及市场利率大体围绕政策利率波动。

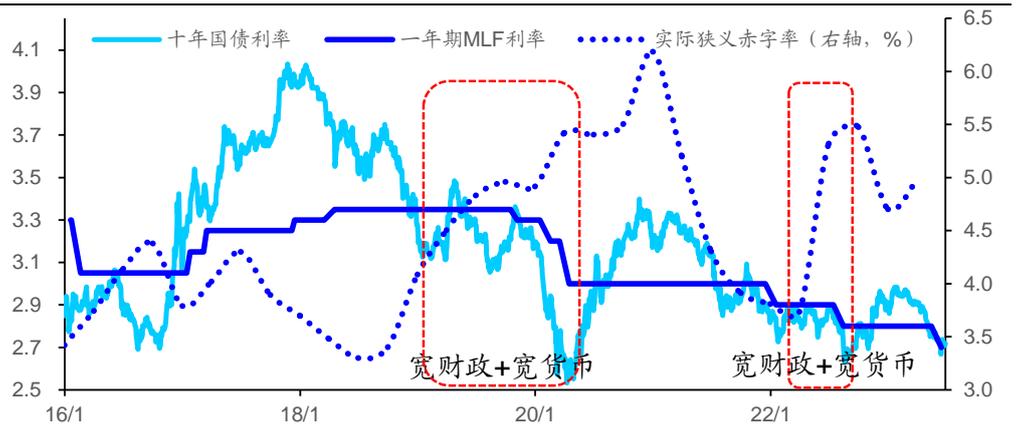
图29 10Y 国债利率振幅趋降 (BP, 更新至 23/11/24)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 年度振幅=最大值-最小值

图30 23 年利率波动率仍处偏低水平 (% , 更新至 23/11/24)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 波动率为 10 年国债利率标准差

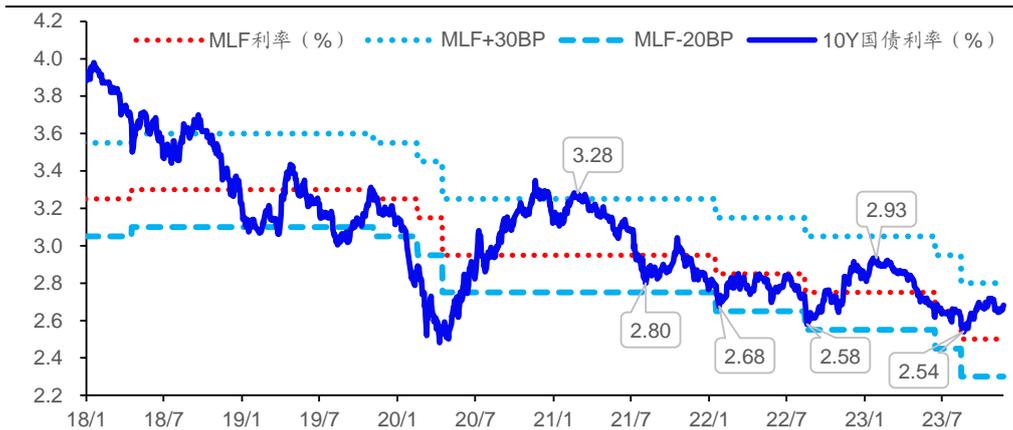
我们预计 2024 年债市利率上行和下行动力或有限, 整体或呈现低位震荡格局。债市利率上行因素可能有: 经济波折向好, 宽财政、稳增长, 通胀温和抬升, 防资金空转, 资金面波动加剧; 债市利率下行因素可能有: 宽货币配合, 广谱利率继续下降, 结构性资产荒延续, 地产和出口有压力。我们认为, 明年在“宽财政+宽货币”的组合下, 债市利率持续上行的动力或也不足, 稳增长政策、地产优化政策、活跃资本市场政策或继续出台, 积极的政策将提振市场情绪, 强化经济预期, 现实与预期的交织持续演绎, 债市走势或偏震荡, 关注经济和宽信用的兑现路径和成色。

图31 在宽财政+宽货币组合的前半程, 债市走势偏震荡 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2021 年以来十年国债利率基本处于 MLF 利率-20BP 至 MLF+30BP 区间。2021 年十年国债利率高点 3.28% (21/2/18)、高出 MLF 利率 33bp, 23 年年初的高点 2.93% (23/1/28)、高出 MLF 利率 18BP; 十年国债利率低点 2.8%(21/8/5)、2.68%(22/1/24)、2.58% (22/8/18)、2.54% (23/8/21) 相比于同期 MLF 利率分别-15bp、-17bp、-17bp、+4bp。

债市策略: 低位震荡行情下, 票息策略仍占优, 波段行情伺机而动。2024 年 10Y 国债利率高点或可参考 2021 年以来 MLF 加点的规律, 若明年 MLF 利率继续下调, 那么债市利率高点或随之下移。对于十年国债利率低点, 除了看政策利率水平, 还要看政策预期、经济数据、资金环境等是否对利率下行空间形成制约, 例如 23 年 6 月、8 月两次降息后, 债市利率低点并未足额随之下移。展望明年, 这种情况可能将继续上演。考虑到货币稳健宽松, 明年十年国债利率低点有望突破今年。值得注意的是, 超预期因素将会带动债市利率形成突破, 因素可能有: 外部风险事件, 海外地缘政治风险, 理财赎回风波, 财政或货币政策超预期等。

图32 2021 年以来 10Y 国债利率区间大致是 MLF-20BP 至 MLF+30BP


资料来源：Wind，海通证券研究所

结构性资产荒或延续，利率债如何挖掘收益？我们建议关注超长债和“利率+”品种银行二永债增厚收益的机会。具体来看：

(1) 二永债供给端充裕、需求端仍强，或依然是用于增厚收益的主要优质品种之一，关注资本新规和 TLAC 监管压力的扰动，寻求波段中的交易机会。

从供给端来看，明年大行二永债供给量或偏高，主导因素在于 TLAC 监管压力和缺口补充方式，中小行发债难度或加大。据《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法⁵》规定，工农中建四大行 TLAC 风险加权比率和杠杆比率应于 2025 年初分别达到 16%、6%。23 年三季度数据显示当前四大行合计 TLAC 缺口规模仍有 2.09 万亿元。展望明年，影响 TLAC 缺口规模的有利因素主要是《资本新规》助力银行降低 RWA、提高资本充足率，不利因素主要是银行净息差承压，支持实体力度加大以及支持地方化债占用银行资本。但整体来看积极因素影响更为明显，我们假设 RWA 增速在 8%-16% 之间、资本充足率上行幅度在 0.3-0.7pct 之间，进行敏感性测试，得到的 TLAC 缺口规模均有不同程度的压缩。建议在一季报数据披露后跟踪关注资本新规的实际影响程度。

我们假设 RWA 增速为 12%、资本充足率上升 0.5pct，再结合四大行当前已经过股东大会或金融监管总局审批的二永债发行额度进行测算，得到明年或有约 1.4 万亿元的 TLAC 缺口有待通过申请新的 TLAC 债或二永债额度进行补充，关注二者之间具体分配方式和 TLAC 债配置机会。2024 年四大行的资本工具合计净融资规模或在 1.6 万亿元附近，较今年增加约 1 万亿元。此外，《资本新规》提升二级资本债资本占用成本，对互持更为依赖的中小银行发债难度或加大，建议关注弱资质银行次级债不赎回风险。

⁵ http://jrs.mof.gov.cn/zhengcejiedu/202111/t20211101_3762270.htm

表 3 23Q3 四大行 TLAC 缺口总计约 2.09 万亿元 (%)

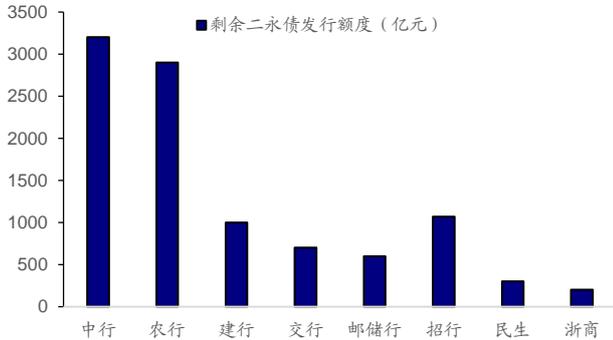
2023/9/30		中国银行	中国工商银行	中国建设银行	中国农业银行
资本充足率	核心一级资本充足率	11.41%	13.39%	12.92%	10.44%
	一级资本充足率	13.64%	14.83%	13.82%	12.60%
	资本充足率	17.30%	18.79%	17.57%	16.62%
缓冲资本比率	储备资本	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
	逆周期资本	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	G-SIBs附加资本	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
分子项计算	TLAC风险加权比率(资本充足率-缓冲资本比率)	13.30%	14.79%	13.57%	12.62%
	风险加权资产(亿元)	184233	245283	222269	222649
	分子项	24503	36277	30162	28098
TLAC杠杆率计算	调整后的表内外资产余额(亿元)	340371	472461	397129	403748
	TLAC杠杆率	9.36%	9.76%	9.83%	9.17%
TLAC缺口测算	2025年TLAC风险加权比率要求	16%	16%	16%	16%
	TLAC风险加权比率缺口	2.70%	1.21%	2.43%	3.38%
	TLAC缺口(亿元)(TLAC风险加权比率缺口×风险加权资产)	4974	2968	5401	7526
	TLAC缺口总计(亿元)	20869			

资料来源: Wind, 海通证券研究所测算; 上述计算未考虑存款保险基金可抵扣部分

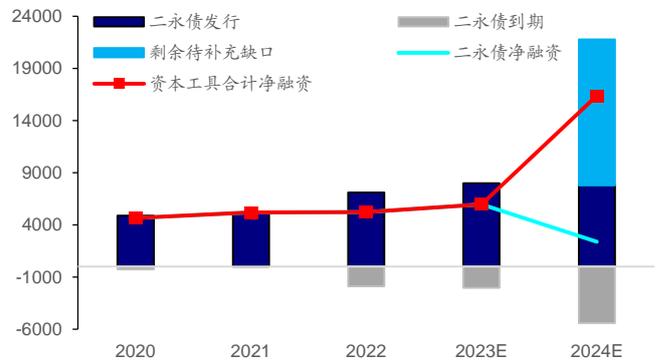
表 4 不同 RWA 增速和资本充足率调整幅度下四大行 TLAC 缺口变动规模测算(亿元)

RWA增速	资本充足率变动				
	0.30%	0.40%	0.50%	0.60%	0.70%
8%	-1164	-2108	-3052	-3997	-4941
10%	-799	-1761	-2723	-3684	-4646
12%	-434	-1413	-2393	-3372	-4351
14%	-69	-1066	-2063	-3059	-4056
16%	296	-718	-1733	-2747	-3761

资料来源: 各银行 23Q3 财报, 海通证券研究所测算; 测算基础为四大行 23Q3 的财报数据

图 33 当前国股大行合计剩余二永债发行额度 9970 亿元


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 2023/11/24

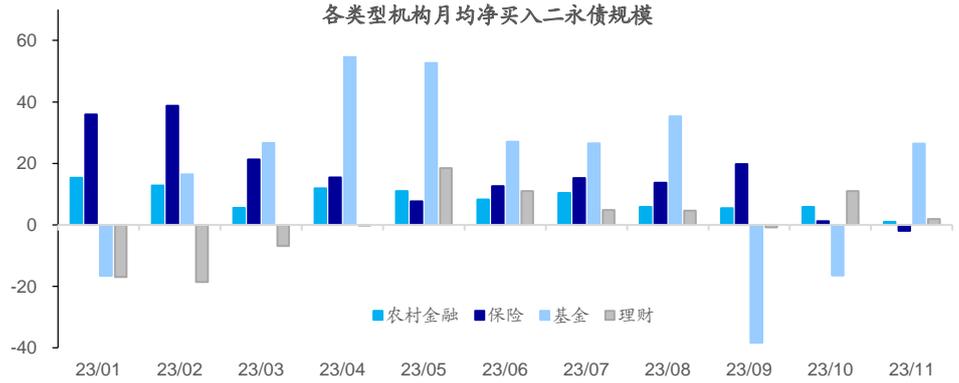
图 34 明年四大行资本工具净融资额或较今年增加 1 万亿元⁶


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 2023/11/27

从需求端来看,结构性资产荒或将继续支撑二永债需求,季末自营和委外持仓波动或加大。今年农商行维持小幅增持二永债,保险在前十个月持续增持且力度较强,基金在 2-8 月持续增持后转为减持,理财自 5 月起风险偏好逐渐回暖、转为增配二永债。展望明年,《资本新规》的实施将使得二级资本债对于银行自营和委外而言的比价优势削弱,部分通过委外配置二级资本债较多、且资本承压的银行或在季末时点调整持仓结构以应对考核,并相应影响市场情绪,从而带来二永债的阶段性估值扰动。对于二永债市场整体的配置需求而言,保险资金面临刚性负债成本、理财风险偏好持续从赎回潮中恢复,而配置端面临非标资产萎缩、存款利率调降、城投债新增供给偏少的困境,我们预计部分资金将转为增配二永债,整体需求力量仍有支撑。

⁶ 基于 23Q3 的 TLAC 缺口测算,假设 RWA 增速为 12%、资本充足率上升 0.5pct。根据 22 年 Q3 和 Q4 发行规模比例预测 24 年总发行规模,24E 的“二永债发行”为当前已有可使用的发行额度,“剩余待补充缺口”需新申请二永债或 TLAC 债额度进行补充。其中,工行于 22 年 11 月股东大会批准 1300 亿元发行额度,但尚未披露监管批文,假设该 1300 亿元将全额获得监管批准

图35 今年以来基金和保险对二永债配置力量偏强（亿元）

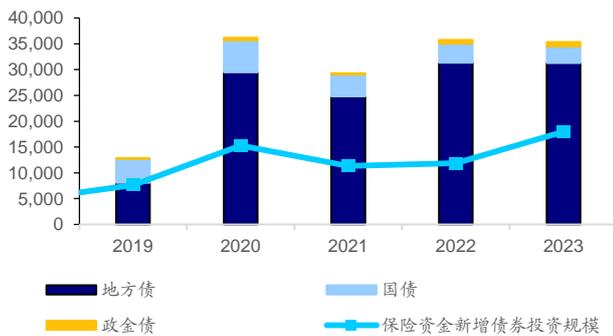


资料来源：CFETs，海通证券研究所；数据截至 23 年 11 月 24 日；使用数据口径为 CFETs 的“其他”债券类别

(2) 超长债供给相对稀缺+需求端具有一定刚性+流动性条件改善+具有较好的抗跌性，建议积极关注超长债波段机会。 超长债供给结构以地方债为主，发行规模具有相对稳定的特点。截至 11 月 24 日，今年超长期利率债共发行约 3.5 万亿元，与 2022 年同期水平基本持平。但从需求端来看，保费收入提振、结构性资产荒等因素推动保险资金配债规模提升，截至 23 年 10 月保险资金债券投资余额已较 22 年末上升 1.8 万亿元，形成了相对刚性的配置盘力量。与此同时，基金更加积极参与超长债市场交易，一方面扩大了超长债的供需缺口、助推超长债行情；另一方面使得超长债的流动性条件明显改善，30Y 国债换手率大幅提升。此外，超长债波动程度可控，30Y 国债利率振幅和波动率自 2021 年起持续处于偏低水平，与 10Y 国债利率表现接近。今年以来 30Y 国债利率振幅为 43BP，仅略高于 10Y 国债 3BP。

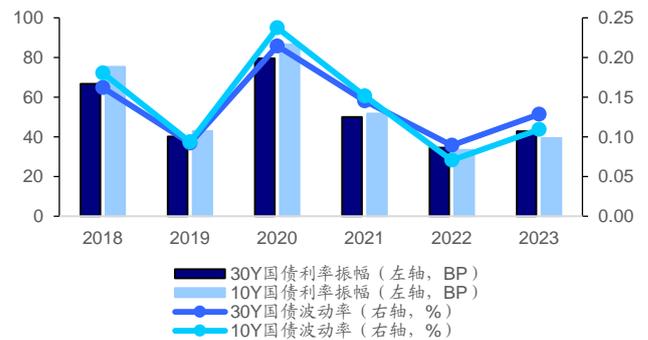
考虑到今年以来 30Y-10Y 国债期限利差已被压缩至偏低位（由年初的 37BP 降至 11/24 的 26BP），明年超长债利率继续下行的空间或有限，但供需格局的支撑下利率回调风险同样可控。综合上述特性来看，我们建议明年继续关注流动性较好的超长债的投资价值，在债市震荡行情中关注波段交易机会。

图36 超长债发行规模稳定，而险资配债明显提升（亿元）

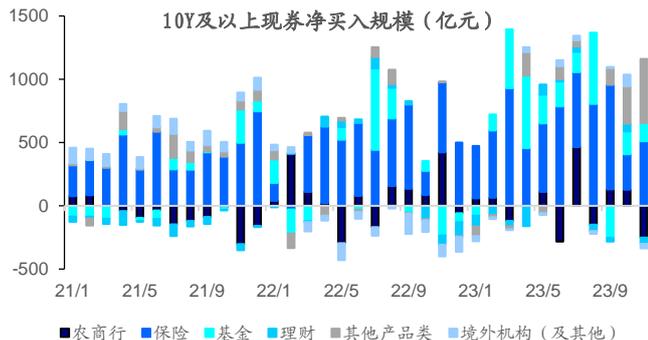


资料来源：WIND，海通证券研究所；发行规模数据截至 2023/11/24，保险资金债券投资规模数据截至 23 年 10 月

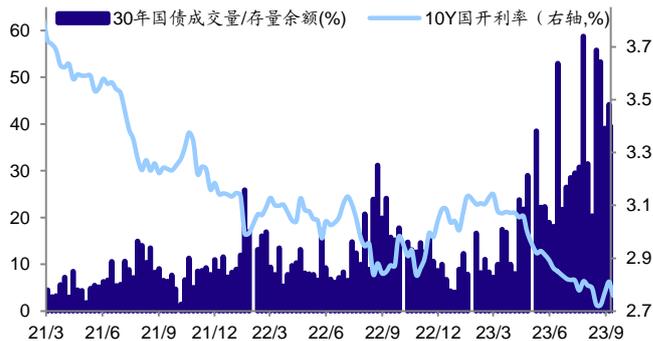
图37 30Y 国债波动性与 10Y 国债接近



资料来源：WIND，海通证券研究所；数据截至 2023/11/24，振幅为最高点-最低点，波动率为标准差

图38 超长债兼具保险的刚性配置需求和基金的活跃交易


资料来源：CFETs，海通证券研究所，数据截至 2023/11/24

图39 30Y 国债流动性显著提升


资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2023/11/24

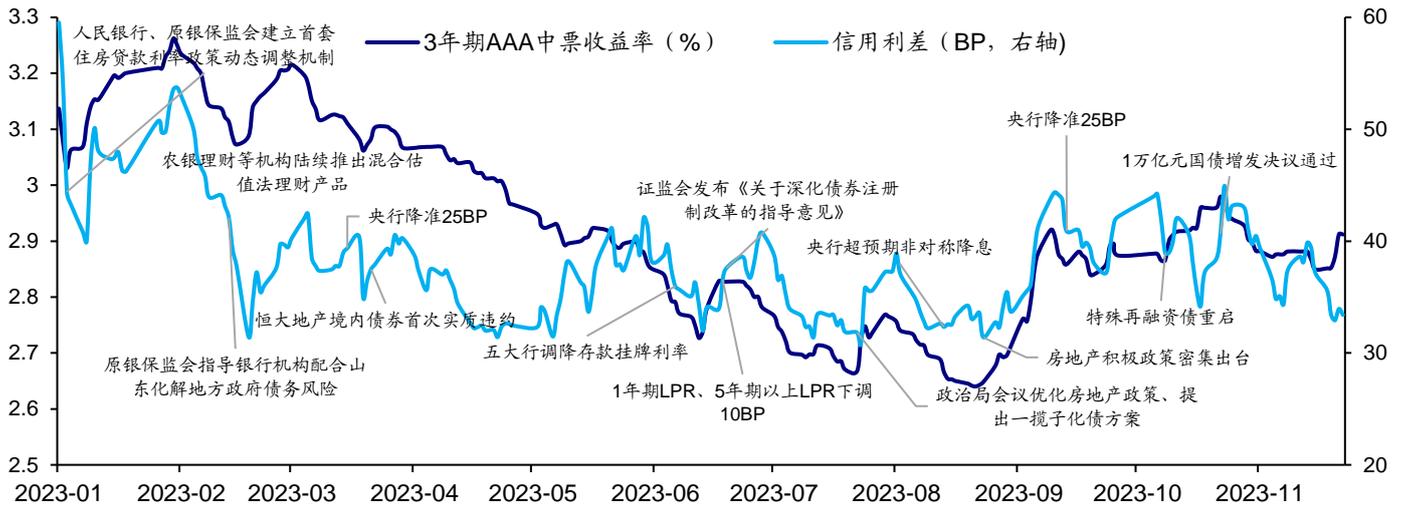
3. 信用债策略：顺势而为，博弈票息

2023 年信用债收益率曲线总体波动和国债类似，结构性资产荒叠加政策调整促成阶段转换。2023 年 1-3 月，多空交织，牛熊转换。年初市场对经济复苏的预期快速升温，理财赎回潮余波仍在，信用债晚于利率债调整；2 月山东化债得到政策支持，市场对地方化债信心增强，且资金重回理财、“混合估值”产品新发推动机构买债需求上升，收益率和利差快速下行，信用市场经历牛熊转换，结构性资产荒初现，机构通过拉长中高等级信用债久期增厚收益。

2023 年 4-7 月，“缺资产”助推信用债持续走强。二季度理财、基金、保险机构的债券配置需求放量，相比之下优质资产供给不足，供需失衡催生“资产荒”行情，信用债持续走强；6 月五大行调降存款挂牌利率，央行年内首次降息，下调 7 天逆回购操作利率 10BP，SLF、MLF、1 年期及 5 年期以上 LPR 均随之下行 10BP，使得信用利差短暂被动走扩。随后，债券注册制深化改革全面落地，有效提振市场信心，利差再度压降。

2023 年 8-11 月，政策持续发力，博弈再现。7 月政治局会议释放积极信号，8 月在一揽子化债政策和央行超预期非对称降息的影响下，信用债收益率明显走低，以天津为代表的化债政策倾斜地区出现城投债认购热潮，带动信用利差大幅下降；9 月地产支持政策频繁出台，资金面边际收紧，部分债基和理财产品开始出现小规模赎回，信用债进入调整阶段，9 月中旬央行二次降准，利差随之再度回落。10 月至今，收益率与利差双震荡，一方面，特殊再融资债超预期发行，化债工作有序推进，尾部区域债务风险得到一定缓释，城投债信用利差持续压缩；另一方面，国债增发等宽财政措施释放较强信号，经济基本面向好，信用债市场进入震荡调整期。

图40 2023年信用债收益率曲线总体波动和国债类似



资料来源: Wind, 国务院、中国政府网、财政部、原银保监会等, 海通证券研究所整理, 截至 2023/11/24

信用风险: 违约率下探新低, 明年整体风险可控。

2023年境内信用债违约率维持低位, 风险仍集中在民营房企。今年信用环境较往年有较大改善, 截至11月24日年内违约规模合计296.2亿元, 新增违约主体仅有5家(4家民营房企), 边际违约率仅0.11%, 为过去6年来最低水平。虽然违约主体和规模有明显压降, 但风险集中度较高, 2023年1-11月违约债券主要集中在地产开发板块, 民营企业为主。从另一个角度, 信用评级调整结果看, 被调低信用评级的产业债主体数量较前两年同样大幅度减少, 今年的调低事件也集中于房地产下游的建筑装饰行业, 其次为非银金融和轻工制造, 值得注意的是轻工制造被调低主体数量有所上升。

展望明年信用环境, 地产风险逐步出清, 板块修复或带动上下游产业链同步改善。

当前地产行业处于政策托底期, 下半年密集出台行业支持政策: 个人住房信贷政策多次优化以提振房产销售; 中央金融工作会议明确表态“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”; 央行等三部门召开金融机构座谈会, 研究近期房地产金融等重点工作的。随着板块风险出清, 行业基本面逐步改善, 存量主体的信用资质有望提升, 前期受舆情影响的主体估值或将随信用市场信心提振逐步修复, 后续仍需关注增量政策落地效果、销售需求端数据变化和主体偿债情况等。此外, 地产板块修复或带动上下游产业链同步经营改善, 整体信用环境持续优化。

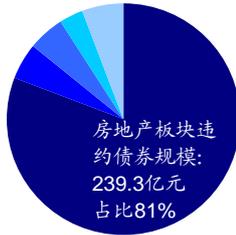
表 5 信用债边际违约率下探至 6 年新低

样本选择时间	样本期初主体数量 (个)	边际违约率					
		T1	T2	T3	T4	T5	T6
2018 年	4124	1.02%	1.16%	0.75%	0.34%	0.24%	0.12%
2019 年	4123	1.21%	0.80%	0.36%	0.24%	0.12%	
2020 年	4141	0.80%	0.36%	0.24%	0.12%		
2021 年	4453	0.34%	0.25%	0.11%			
2022 年	4553	0.24%	0.11%				
2023 年至 11 月 24 日	4531	0.11%					

样本选择时间	样本期初主体数量 (个)	累积违约率					
		T1	T2	T3	T4	T5	T6
2018 年	4124	1.02%	2.18%	2.93%	3.27%	3.52%	3.64%
2019 年	4123	1.21%	2.01%	2.38%	2.62%	2.74%	
2020 年	4141	0.80%	1.16%	1.40%	1.52%		
2021 年	4453	0.34%	0.58%	0.70%			
2022 年	4553	0.24%	0.35%				
2023 年至 11 月 24 日	4531	0.11%					

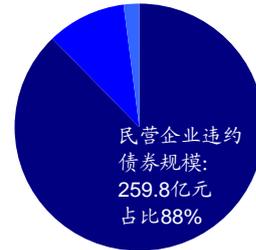
平均边际违约率	0.62%	0.54%	0.37%	0.23%	0.18%	0.12%
平均累积违约率	0.62%	1.26%	1.85%	2.47%	3.13%	3.64%

注：T1-T6 分别表示第 1-6 个投资期，每个投资期为 1 年
 资料来源：Wind，海通证券研究所测算，截至 2023/11/24

图 41 2023 年违约债券集中于房地产业


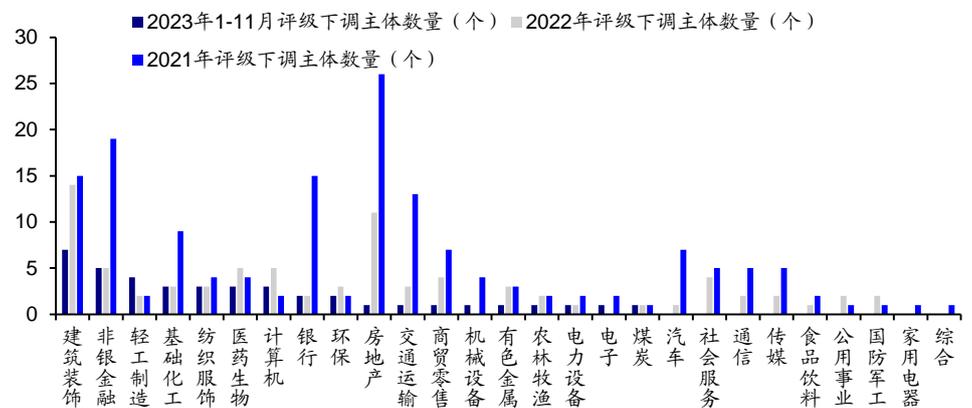
■ 房地产占比 (%) ■ 纺织服饰占比 (%) ■ 交通运输占比 (%)
 ■ 医药生物占比 (%) ■ 其他行业占比 (%)

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

图 42 2023 年违约债券集中于民营企业


■ 民营企业占比 (%) ■ 外资企业占比 (%) ■ 地方国有企业占比 (%)

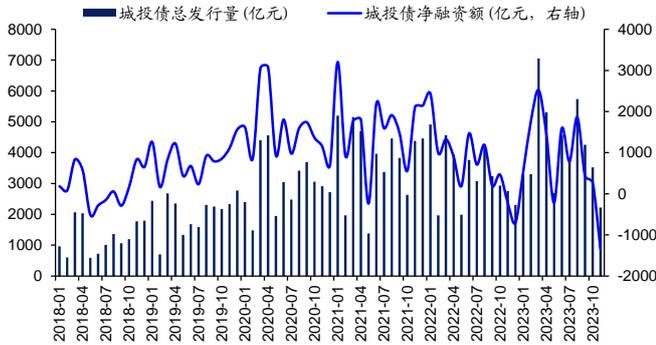
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

图 43 2023 年产业债评级下调主体多分布于建筑装饰、非银金融与轻工制造行业


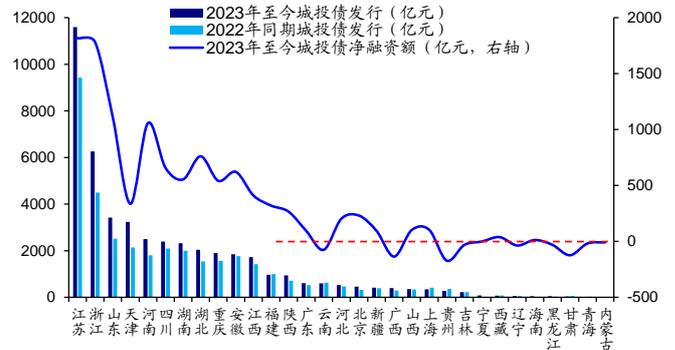
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24；此处仅考虑境内评级机构

城投债：化债有序推进，关注短久期高票息机会。

一级市场发行回暖，地域融资分化明显，偏弱区域净融资普遍为负。城投发行审批端未松，借新还旧仍在发债用途中占比最高，截至11月24日，今年城投债共发行4.57万亿元，同比增长24.43%，增长量主要由江浙等发达省份贡献，此外天津发行同比增速较高；同时今年城投偿债压力不减，净融资规模仅1.05万亿元，略高于去年同期水平。分地区看，21个省份（自治区、直辖市）表现为净融资，尾部地区城投融资表现一般，贵州、甘肃、云南、内蒙古、广西等地区连续两年处于净偿还状态。

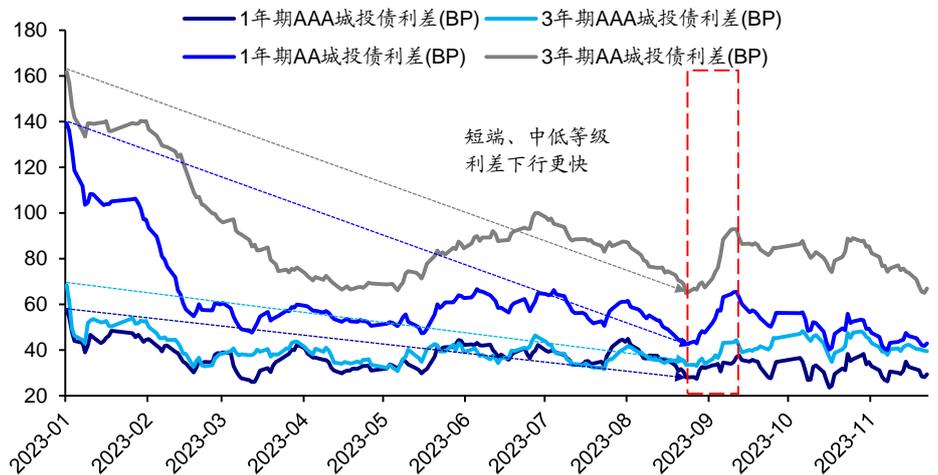
图44 城投债发行回暖，净融资基本持平


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/11/24

图45 偏弱区域净融资普遍为负


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/11/24

二级利差整体下行，地区轮动挖掘收益，中短久期利差分位数已压缩至历史低位。化债政策加持，尾部风险得到明显缓释，城投债券安全性较上半年边际提升，市场对于天津、云南等地区轮动挖掘票息收益，利差下降幅度较大；9月受到资金面收紧、稳增长政策出台影响，部分机构采取止盈策略，城投债小幅调整，配置价值凸显；10月特殊再融资债落地，重点倾向偏高风险地区，推动城投债整体走强，短端品种利差压至低位，后续下行空间或较为有限。

图46 城投债信用利差整体压降，9月小幅调整


资料来源：Wind，海通证券研究所

表 6 8 月以来市场对于天津、云南等地区轮动挖掘票息收益

地区	城投债（公募）信用利差						8月利差 变动幅度 (BP)	9月利差 变动幅度 (BP)	10月至今 利差变动 幅度(BP)	今年利差 走势
	2023/1/4	2023/3/31	2023/6/30	2023/7/4	2023/8/1	2023/11/24				
天津	418.54	492.54	519.82	518.32	514.92	56.4	-371.7	2.16	-86.41	
河北	191.38	108.85	114.34	112.26	105.68	61.86	-90.43	15.7	-26.71	
云南	563.43	481.9	459.68	471.89	521.53	233.33	-71.57	-25.85	-184.14	
河南	255.28	166.53	186.08	185.47	211.19	79.61	-66.99	-8.97	-55.38	
广西	309.86	226.11	229.81	228.78	256.34	148.04	-57.07	0.18	-50.06	
陕西	289.18	207.54	207.88	206.96	225.24	99.52	-56.47	9.46	-78.61	
四川	250.01	167.56	161.67	157.48	171.4	84.92	-51.04	7.63	-42.96	
重庆	284.93	221.66	210.4	205.58	204.68	84.4	-42.46	19.31	-55.94	
吉林	299.98	232.02	253.47	257.27	247.88	119.47	-38.37	8.49	-97.3	
甘肃	271.05	197.73	177.79	176.01	187.4	103.91	-37.5	6.02	-53.77	
辽宁	529.44	429.58	401.94	400.36	382.84	250.03	-36.81	-20.6	-70.6	
江西	261.72	170.98	171.08	171.46	171.83	83.76	-34.21	4.23	-55.58	
山东	205.9	140.82	154.86	152.13	160.95	85.89	-33.56	7.99	-46.65	
湖南	299.95	218.75	198.85	197.85	183.66	100.94	-33.38	4.73	-50.45	
西藏	190.41	107.71	132.18	129.36	105.64	61.09	-31.81	10.28	-21.06	
黑龙江	454.5	371.07	324.31	322.88	341.4	209.85	-24.55	13.15	-114.26	
湖北	210.73	131.63	139.67	137.89	131.58	80.3	-24.02	11.54	-38.25	
贵州	789.7	752.53	750.75	747.18	763.3	704.23	-23.3	7.74	-42.98	
山西	224.74	111.6	118.87	116.34	113.34	69.08	-23.21	11.54	-31.02	
安徽	201.75	103.6	111.11	109.75	99.06	59.77	-20.37	13.28	-30.19	
江苏	178.21	84.61	95.76	94.13	88.02	54.64	-19.61	12.49	-25.54	
宁夏	414.54	311.65	338.24	337.16	329.53	284.65	-19.33	11.14	-33.24	
新疆	230.66	124.76	119.76	117.34	107.01	64.34	-17.57	6.15	-30.84	
浙江	158.45	78.87	95.54	93.29	85.67	58.03	-16.47	13.18	-22.11	
福建	131.6	72.33	78.21	77.58	73.81	50.06	-16.07	12.28	-20.45	
海南	146.84	70.59	85.64	85.1	76.89	55.58	-15.98	9.46	-13.05	
内蒙古	232.36	104.79	109.86	108.65	105.31	56.22	-11.81	7.85	-43.86	
上海	74.29	52.89	54.34	51.54	53.02	37.46	-11.43	4.17	-8.75	
广东	80.04	54.06	55.3	52.1	53.76	40.56	-6.99	6.58	-12.58	
青海	1022.23	900.44	783.66	782.12	785.16	748.78	-6	-30.67	0	
北京	84.11	57.9	59.36	56.8	53.54	44.63	-4.49	8.5	-12.2	

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

化债仍为未来一段时间内城投政策主线。参考目前一揽子化债落地情况，我们推测本轮方案是一套重点明确、节奏有度的系统性框架，涵盖中央财政支持、货币政策与金融机构配合、地方城投自主转型等诸多方面。目前化债仍处于财政金融手段不断配合以平滑短期风险的阶段，中长期来看，逐步调整央地杠杆结构、优化财税体制、提升地方财政造血能力、实现高质量发展，是地方债务问题解决的最终办法。

在此逻辑支撑下，城投债短期仍是较优配置板块。隐债“遏制新增，化解存量”的原则不变，城投供给预计仍将维持偏紧状态，配置力量不减，高息资产难寻，短端城投利差或维持低位震荡。政策呵护下，明年城投平台违约事件发生概率较低，继续关注短久期、高票息机会。但城投基本面并未明显改善，需关注前期政策出台与实际落地效果之间的预期差，或会带来一定估值波动。择券策略上，可适当控久期下沉挖掘，建议关注化债政策重点倾斜地区的 1 年左右品种，其他资质较好主体可适当拉久期至 2-3 年获取骑乘收益。

周期产业债：优选景气行业，票息为王。

煤炭债景气度尚可，挖掘品种溢价空间。今年煤炭市场总体呈现“宽供给、弱需求”格局，煤价经历阶段性调整，上半年持续下跌但仍处历史中高位水平，7 月煤价触底反弹，冬季煤炭需求旺季或对价格形成一定支撑。主体资质方面，中报反映煤炭板块整体盈利稳健，煤企现金流情况良好，偿债压力不大，今年多数煤企利差明显收窄。在行业稳价的政策背景下，签订中长期合同占比较高的企业未来稳定性较好，弱资质主体更易受到海外价格回落的冲击，因此中长期优质信用债仍是挖掘的关键，煤炭债中高等级可适当拉久期增厚收益，同时可从品种入手，挖掘永续债、私募债品种溢价。

图47 煤炭债信用利差与煤炭价格变动密切相关



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

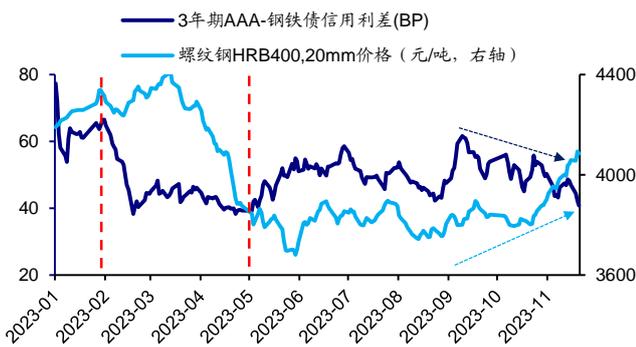
表 7 当前煤炭利差水平处于年内低位(分位数取 2021 年以来)

煤炭债2023/11/24	AAA			AA+			AA		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
当前利差水平 (BP)	23.97	43.15	59.97	38.20	67.22	93.98	39.12	93.01	140.40
当前分位数 (%)	6.70	0.20	0.20	6.30	0.10	0.10	0.00	0.10	0.80
年中利差水平 (BP)	37.47	68.65	96.98	52.12	99.43	133.80	64.76	144.09	179.06
年中分位数 (%)	62.70	29.70	29.40	42.00	32.30	26.80	29.10	18.10	16.80
近一周利差变动 (BP)	-5.87	-3.80	-7.68	-4.17	-4.76	-7.69	-5.83	-7.77	-7.67
近一月利差变动 (BP)	-4.13	-6.01	-13.98	-1.33	-8.95	-18.06	-10.75	-12.15	-10.38
较年中利差变动 (BP)	-13.50	-25.50	-37.01	-13.92	-32.21	-39.82	-25.64	-51.08	-38.66
较年初利差变动 (BP)	-18.21	-47.47	-67.40	-53.79	-85.29	-101.51	-102.16	-127.12	-124.69

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

钢铁债优选头部央国企个券，关注地产产业链后续表现。受地产链拖累影响，今年钢铁行业景气度偏弱，钢材价格处于下行区间，7、8月份低位波动，行业盈利承压。三季度以来地产利好政策频出，市场预期有所好转，钢价反弹，带动中低等级钢铁债利差有所下行。当前钢铁板块配置性价比不高，可优选头部央国企个券挖掘，后续关注地产投资修复情况，对于盈利能力处于尾部、债务负担重且存在大额资本开支的主体个券偏谨慎。

图48 2023 年钢铁债信用利差低位震荡



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

表 8 下半年中低等级利差下行明显(分位数取 2021 年以来)

钢铁债2023/11/24	AAA-			AA+			AA		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
当前利差水平 (BP)	28.75	49.97	74.28	43.24	61.97	88.28	48.76	90.78	137.87
当前分位数 (%)	5.10	0.00	0.20	15.20	0.10	0.10	0.20	0.10	0.20
年中利差水平 (BP)	42.25	86.49	115.31	53.06	100.14	134.59	167.64	277.67	325.84
年中分位数 (%)	56.50	51.30	44.80	63.70	57.80	47.50	73.50	91.80	92.30
近一周利差变动 (BP)	-5.87	-6.80	-3.68	-6.01	-4.83	-7.71	-10.06	-6.60	-6.33
近一月利差变动 (BP)	-5.14	-9.01	-13.98	-6.15	-9.01	-17.98	-16.21	-15.22	-13.87
较年中利差变动 (BP)	-13.50	-36.52	-41.03	-9.82	-38.17	-46.31	-118.88	-186.89	-187.97
较年初利差变动 (BP)	-27.22	-58.50	-73.42	-57.45	-82.49	-98.24	-135.15	-172.46	-174.71

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

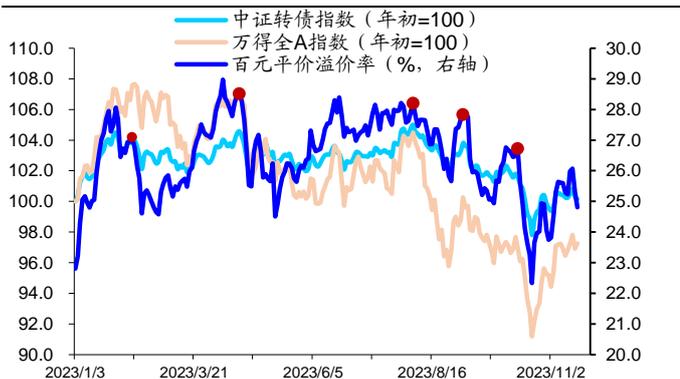
展望 24 年，化债持续推进，叠加资本新规落地，或对信用债供需结构产生冲击。供给方面，城投紧周期延续，净融资或有所收敛；金融债尤其银行二永债主导因素在于 TLAC 监管压力和缺口补充方式，明年大行二永债供给量或偏高；产业债发行仍集中在国企主体，债券融资需求与信贷变化密切相关，预计 24 年维持存量滚续状态。需求方面，理财稳定性有所提升，预计规模波动向上，可投非标规模缩量推动保险配债需求扩张，基金需关注资本新规落地情况和理财委外增量。整体来看，明年非金融信用债供给难以放量，配置力量不减，信用债市场结构性资产荒大概率延续。

顺势而为关注短债下沉机会，优质资产可考虑拉久期。随着宽信用政策加码，经济数据改善，经济环境整体呈现复苏态势，城投债在“一揽子化债”政策驱动下安全性边际提升，地产债在稳增长政策支持下风险逐步出清，信用风险整体可控。板块方面，保持对城投债的信用挖掘，建议可在化债政策重点倾斜地区控久期适度下沉，同时防范尾部估值风险；民企债整体情绪拐点未至，还需耐心等待明年配置机会，短期可轻配经营表现好、就业贡献大的行业龙头，久期不宜过长；周期产业债优选景气行业央国企个券，可做品种挖掘；二永债关注明年供需调整，波动或加大。利差角度来看，期限利差尚有博弈空间，中长期信用债表现优于短端，负债端相对稳定的配置盘可对优质主体适当拉长久期增厚收益。

4. 可转债策略：攻守兼备，顺势施宜

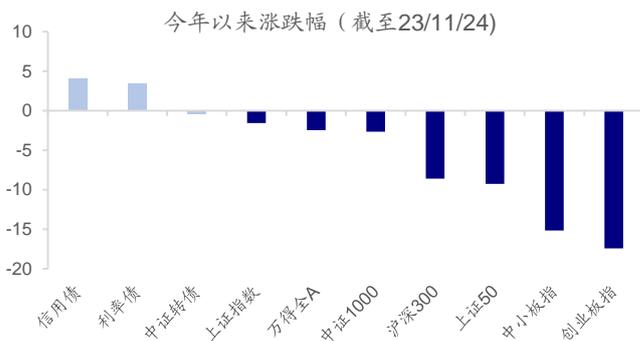
今年转债市场一波三折，表现弱于纯债优于权益。截至11月24日中证转债指数今年涨跌幅为-0.4%，高于wind全A的-2.46%，低于利率债及信用债指数。一季度转债跟随权益先涨后跌，2月估值有普遍性压缩，主要受到债市资金面偏紧，同时负债端止盈操作影响，3月估值反弹，4月初达到年内高点，权益市场高位调整后估值再次压缩，同时5-6月转债的退市风险、密集下调评级压制估值修复。三季度尤其是8月股市大幅下跌，但转债受到偏强债市支撑，抗跌属性明显。10月转债继续跟随权益市场下跌，受到负债端影响估值压缩至年内最低位置。

图49 今年转债走势波折



资料来源：WIND，海通证券研究所

图50 今年纯债表现强于转债强于权益

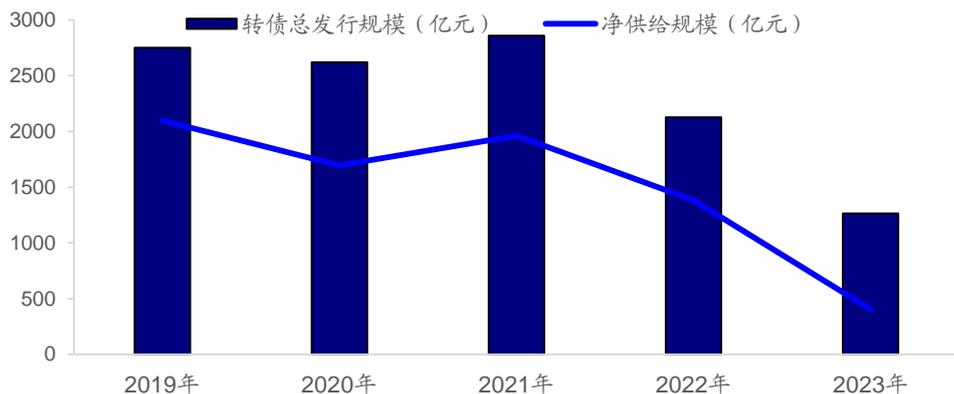


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023/11/24

转债供需：24年转债新券供给预计相对偏缓，需求端弹性较大，供需或维持紧平衡。

23年供给偏少。23年2月全面注册制施行后审核节奏加快，8月再融资政策出台后，发行明显放缓，今年截至11月21日（下同）转债共发行1263亿元，共117只，少于19年以来历年同期发行规模，仅为去年同期发行量的约66%。从数量来看，只数多于21年，但多为规模偏小的品种。从净供给角度看，今年退市转债共约860亿，净发行仅400亿左右。

图51 今年供给相比往年明显偏少（亿元）



资料来源：wind，海通证券研究所，截至2023/11/21

再融资新规下，转债待发新券预案中受影响标的有限。可转债是再融资的一种方式，根据11月8日沪深交易所发布的优化再融资答记者问中政策实施的衔接安排，本次优化再融资监管安排适用于实施后新受理的项目。前期已受理、目前处于审核阶段的项目，不适用相关监管安排。我们统计范围包括截至23年11月21日处于预案阶段的转债标的。

1) 融资规模：共2只可转债融资规模在50亿元以上，规模共计180亿元。**2) 融资间隔：**截止11月21日，预案中并无转债受再融资间隔限制。但本次规定对连续亏损企业的融资时间间隔提出要求，注册制下主板发行可转债本身有盈利要求，本条不会产生

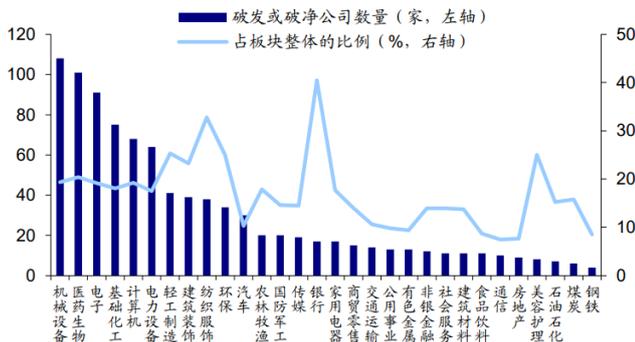
影响，未来主要影响科创板和创业板转债再融资。**3) 存在破发**（以11月21日当日收盘价为基准）：共8只可转债正股价格破发，规模共计144.5亿元。**4) 存在破净**（以最新报告期为基准）：截止11月21日共3只可转债正股PB小于1，规模共计156.4亿元。**5) 财务性投资比例**：使用交易性金融资产占股东权益的比例作为财务性投资比例，共6只可转债正股财务性投资比例高于20%，规模共计27亿元。

表9 交易所有关负责人就优化再融资监管安排的具体执行情况答记者问

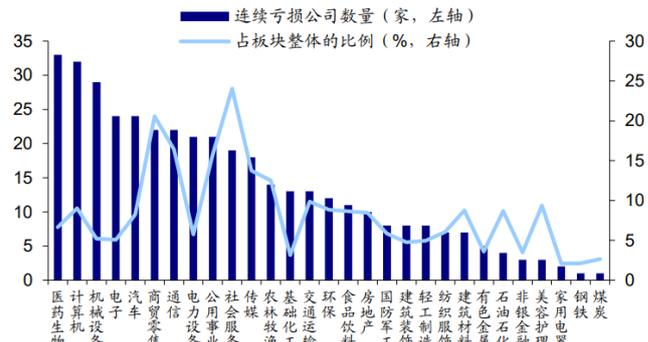
破发破净	严格限制破发、破净情形上市公司再融资。 上市公司再融资预案董事会召开前20个交易日、启动发行前20个交易日内的任一日，不得存在破发或破净情形。
融资间隔	从严控连续亏损企业的融资间隔期。 上市公司最近两个会计年度归属于母公司净利润（扣除非经常性损益前后孰低）连续亏损的，本次再融资预案董事会决议日距离前次募集资金到位日不得低于18个月。
融资规模	上市公司存在 财务性投资比例较高 情形的，须相应调减本次再融资募集资金金额。
资金使用	从严把前募资金使用。 上市公司再融资预案董事会召开时，前次募集资金应当基本使用完毕，同时，上市公司需充分披露前募项目存在延期、变更、取消的原因及合理性，前募项目效益低于预期效益的原因，募投项目实施后是否有利于提升公司资产质量、营运能力、盈利能力等相关情况。
资金投向	严格把关再融资募集资金主要投向主业的相关要求。 上市公司再融资募集资金项目须与现有主业紧密相关，实施后与原有业务须具有明显的协同性。督促上市公司更加突出主业，聚焦提升主业质量，防止盲目跨界投资、多元化投资。
预沟通机制	建立大额再融资预沟通机制。 再融资金额较大的上市公司需提前与交易所预沟通，以稳定市场预期。
特殊调整	①对于符合国家重大战略方向的再融资不适用本次再融资监管安排 ②适用简易程序（融资金额不超过3亿元且不超过净资产的20%）的再融资不适用破发、破净、经营业绩持续亏损相关监管要求，这是因为简易程序的再融资金额较小，既能较好地满足上市公司必要的融资需求，又能兼顾二级市场稳定。 ③董事会确定全部发行对象的再融资不适用破发、破净、经营业绩持续亏损相关监管要求

资料来源：上交所、深交所，海通证券研究所

另外，从全市场股票行业分布来看，银行、纺服、轻工、环保、美容护理等行业中不得再融资的公司占比较多，社服、批零、通信、公用、传媒等行业中被限制融资间隔期的公司占比较多。总体来看与转债供给量较大的行业有一定重合。

图52 因破净或破发而不得再融资的公司分布（按行业）


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至23/11/10

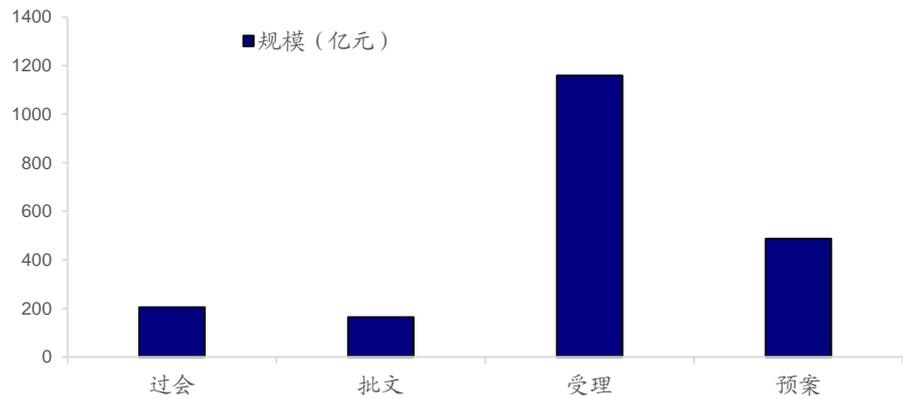
图53 因连续亏损而被限制融资间隔期的公司分布（按行业）


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至23/11/10

24年转债新券供给测算：

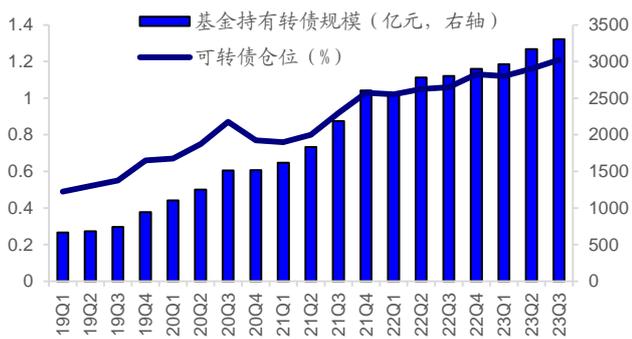
退出方面：一为自然到期转债，17年扩容以来已经6年，截至11月21日数据看，明年到期转债约450亿元左右，包括多只银行、券商及电力等底仓大盘品种。二为可能的赎回退出，相对比较难以估计，目前已经开始计数或已触发赎回的转债规模大约在540亿元左右，且公告不赎回的转债绝大多数截至日期在明年上半年之前到期。

供给方面：我们统计20年以来截至11月21日（下同）发行的转债，预案-受理-过会-批文-发行需要的平均时间分别为3.5个月、4个月、1.4个月、1.7个月，从预案-发行大约需要10-11个月，从受理-发行大约7-8个月。剔除预案中可能受限的新券，目前待发新券共约2010亿元，其中批文+过会约370亿元，大概率在明年上半年发行，已受理转债规模约1150亿，其中部分有望在明年上半年发行，预案规模约490亿元，大概率在明年接近年末开始发行。

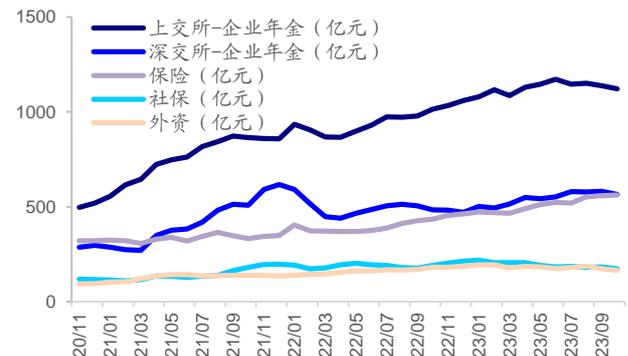
图54 转债待发新券仍多


资料来源: wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/21

需求维持旺盛。基金转债仓位已在历史高位, 截至 23Q3 基金持有转债仓位在 1.21%, 较年初提升 0.08pct, 提升的斜率已较 20-21 年放缓, 其他机构方面, 年金依旧是转债配置的重要力量, 今年继续增持转债, 保险与社保配置情况较平稳, 保险持有转债市值今年继续增加, 主要由于纯债收益偏低, 资产荒持续, 外资方面今年则有一定流出。明年转债需求端的变化主要取决于权益市场(赚钱效应如何)以及纯债的机会成本。

图55 基金转债仓位在历史高位


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图56 其他主要机构持有转债市值变化


资料来源: 上交所、深交所, 海通证券研究所

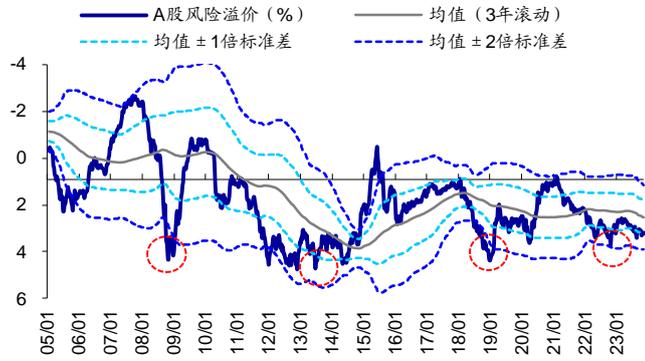
转债估值: 今年估值中枢下移, 预计明年或在高位波动, 向上难突破, 向下空间也不大。

理由一, 我国权益市场望迎来高质量发展的新阶段。周期底部再确认, 根据海通策略观点, 我们认为 2024 年预计科技制造引领基本面进一步修复、海外流动性转松推动风险偏好回升, 24 年中国经济将延续复苏的趋势, 支撑企业盈利逐步回升, 另外从债债比价角度看, 2023/10/23 时 A 股风险溢价率 (1/全部 A 股 PE-10 年期国债收益率) 为 3.4%、处 05 年以来从高到低 18% 分位; A 股股债收益比 (全部 A 股股息率/10 年期国债收益率) 为 0.84、处 05 年以来从高到低 0% 分位, 接近去年 10 月底水平, 可见市场的风险偏好已处在底部, 权益市场的机会也是转债估值的支撑。

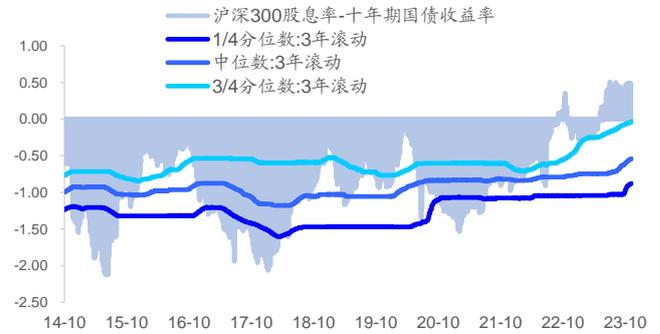
理由二, 货币或将继续维持稳健宽松, 纯债利率偏低, 机会成本不高。我们认为目前仍在疫后修复阶段, 需要维持稳健宽松的货币环境, 转债估值向下大幅压缩较难, 另外从纯债角度看, 利率预计仍在偏低位置, 信用债下沉挖掘在今年已经较极致, 优质资产稀缺下, 仍会向转债要收益。

理由三, 供给对估值影响有限, 缩量或会有一定支撑。市场关心明年供给缩量对估值的作用, 我们认为供给偏少会对存量券估值产生一定支撑作用, 但很难大幅影响。回顾历史, 赎回或者退市导致供给收缩, 进而导致估值大幅变动主要发生在 17 年之前, 例如 15 年下半年转债市场在经历牛市后转债退出赎回较多, 规模大幅压缩, 从 14 年末的 1200 亿元左右收缩至 200 亿元之下, 但主要支撑估值的是需求, 截至 15 年 H1 存量

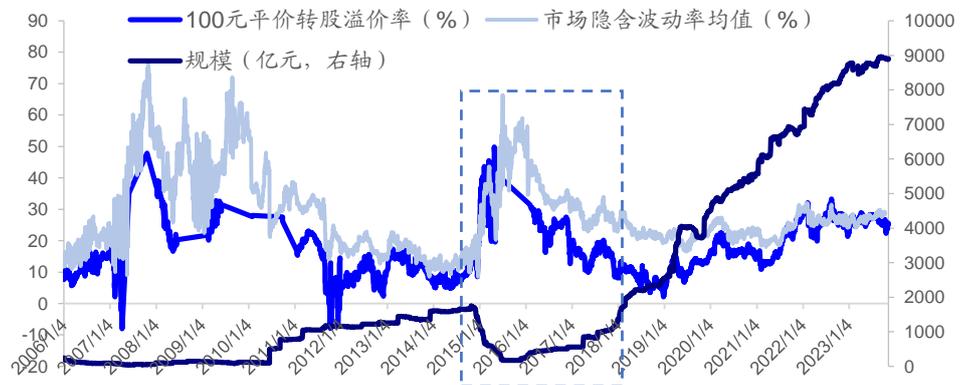
的转债基金净资产规模到达大约 120 亿元。究其原因，随着广度和深度的提升，短期的供给变化相对于大体量的市场以及投资者来说波动有限，其他因素更为关键，创业板注册制后供给明显提速，但转债估值尤其是 21 年受到流动性及股市预期的影响明显大于供给；另一方面，供给除了政策因素外，更多也是受到市场预期影响，难以独立对估值产生作用，会受到彼时市场情绪和宏观环境的作用。

图57 A 股风险溢价率已接近去年 10 月底


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

图58 A 股股债收益比高于去年 10 月底水平


资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 2023/11/24

图59 17 年扩容后转债估值与供给规模走势基本不相关


资料来源：Wind，海通证券研究所

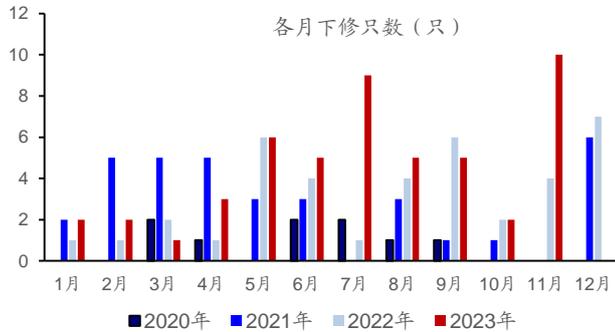
图60 估值在历史不低的位置


资料来源：wind，海通证券研究所

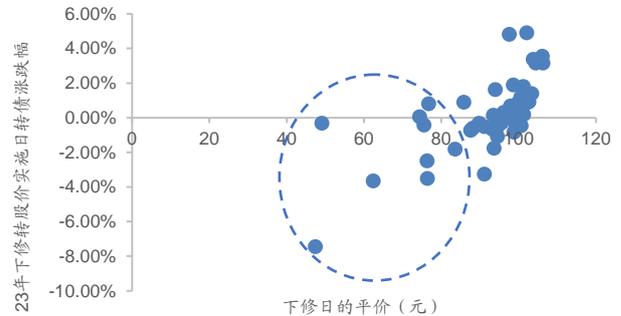
转债条款：博弈依然复杂。

今年下修较多，同时不到位标的也不少。今年截至 11 月 24 日，共有 50 只标的成功下修，已经远超 18-22 年各年水平。同时也有例如首华、顺博、利元等转债下修不到位的情况，对于下修博弈，需要关注几个方面：是否价格已经反映预期、提议下修后股价是否依然处在下行通道、能否下修到位（相对难判断）、避免回售的下修是否已经被预期。

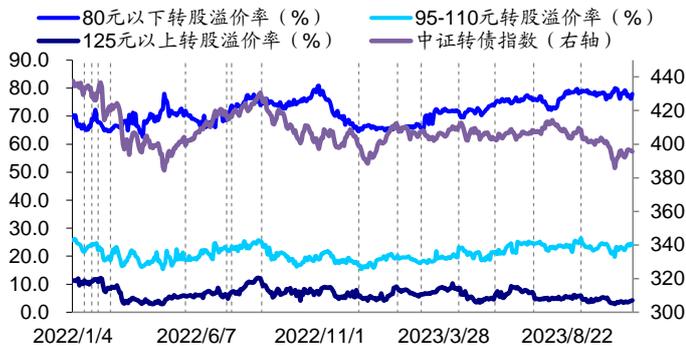
高价券赎回一定程度上压制溢价率，同时带来较大回撤。截至 23 年 11 月 24 日，今年强赎的标的共 35 只，只数明显低于 20-22 年同期。今年也发生过多轮赎回时标的溢价率大于 5% 的情况，总体来说股性券溢价率被压制，市场对于高价券也相对谨慎。另外从赎回标的上看，多只前期不赎回的高价标的最终选择赎回，其中可能与公司安排有关，也可能随着转债期限增加，实际的利息费用往往从第 3-4 年开始明显提高。

图61 今年下修只数明显增多


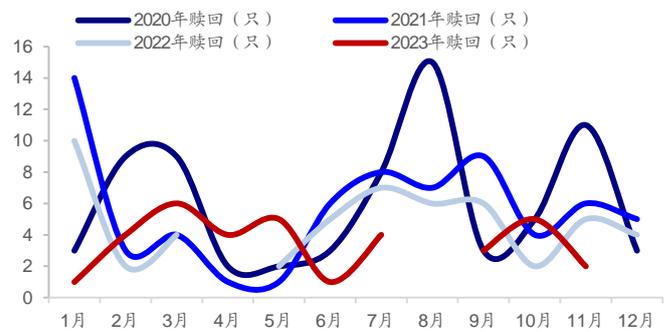
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

图62 23 年多只转债下修不到位


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

图63 超预期赎回一定程度压制股性券溢价率


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 虚线为赎回时转股溢价率大于 5% 的标的赎回时间点

图64 23 年赎回只数同比下降


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/11/24

光大、国君转债选择到期兑付，金融转债退出方式预期或分化。今年光大与国君 2 只大盘金融转债选择到期兑付，其中光大转债引入中国华融增持光大转债并转股，一定程度缓解兑付压力，但另一方面表现较好的苏银转债、中银转债最终通过强赎转股退出补充资本金，未来金融转债分化或更加显著。

转债策略：攻守兼备，顺势施宜。展望 24 年，我们认为转债机会主要来自于：

1) 股市赚钱效应，转债更多来自于中观行业板块机会。根据海通策略组观点，24 年伴随宏观经济持续修复，叠加海外美联储加息周期或已结束，低估低配前期多跌的白马成长板块有望迎来积极机遇，行业上建议关注硬科技电子及医药，消费存在结构性机会，另外转债汽车标的较多，建议关注智能驾驶相关。我们认为明年转债机会更多来自于中观板块的机会或热点，风格上若回归白马成长，转债龙头标的相对集中在电新等领域，较难受益于市场风格。

2) 阶段性估值低点的修复和配置价值。我们判断明年转债估值向下空间不大，回顾历史，因为债市波动引起的估值下探在权益市场尚可的情况下，往往会有一定修复，若因为负债端波动导致错杀，估值低点之后的性价比提高也是转债择时的重要时点。

3) 博弈条款可能提供一定收益，但相对较难。24 年临近到期的转债增多，且进入回售期的转债共 112 只，其中截至 11 月 24 日平价小于 75 元的共 39 只。下修等机会或也为市场提供博弈的来源，但 23 年的下修并非一帆风顺，单纯为了博弈下修埋伏的机会成本也相应提高，我们认为在权益市场机会相对丰富的情况下，条款博弈或还是“锦

上添花”。

风险或难处主要来自于:

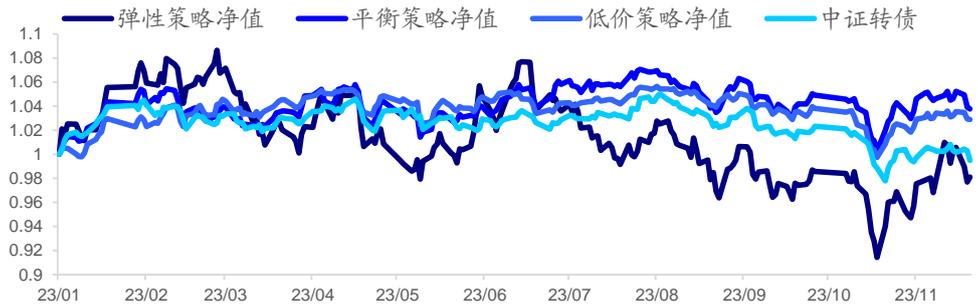
1) **债市波动引起的负债端不稳定。**资管新规施行后负债端波动对转债估值影响显著, 资金或出于对未来股债表现预期变化、止盈需求、预防被赎回、转债在偏贵位置等因素, 而目前转债估值在可比历史上也不算便宜, 这类风险的预防相对较难, 可能主要还是在仓位上。

2) **超预期赎回的高价券波动。**赎回一直是转债相对于股债两端较为特殊的风险因素, 24年或依旧会出现, 高价券配置需要关注。

3) **明年新券机会丰富程度或相对有所下降。**我们预计明年新券供给或相对偏慢, 新券机会相较过去2年供给旺盛的年份或相对偏少, 尤其在大盘标的上, 或会加剧存量券博弈, 操作难度提高。

24年建议关注平衡型标的。回顾23年, 平衡型策略表现较好, 截至11月22日今年收益为4.43%, 相较于中证转债(0%)超额明显, 低价策略受益于债市表现阶段性占优, 弹性策略表现较弱, 主要是由于今年2-8月股市振幅较小(以往表现较好时是在股市有明显趋势的情况下), 同时高价转债赎回对净值有负面作用。展望明年, 我们认为股市机会相对债市或更丰富, 建议关注平衡型品种, 若股市阶段性有趋势性机会, 建议关注没有赎回风险的股性标的。

图65 今年平衡型策略占优



时间	弹性策略	平衡策略	低价策略	中证转债
今年以来收益(截至23/11/22)	-1.42%	4.43%	3.58%	0.00%
今年以来最大回撤(截至23/11/22)	-15.84%	-6.34%	-5.56%	-6.87%

资料来源: wind, 海通证券研究所

基于多因子的量化组合以及基本面组合标的建议关注:

表10 多因子策略11月持仓情况&基本面组合

弹性策略11月持仓(截至11.24)					平衡策略11月持仓(截至11.24)					低价策略11月持仓(截至11.24)					基本面组合(截至11.24)				
简称	行业	价格	转股溢价率(%)	余额(亿元)	简称	行业	价格	转股溢价率(%)	余额(亿元)	简称	行业	价格	转股溢价率(%)	余额(亿元)	简称	行业	价格	转股溢价率(%)	余额(亿元)
亚药转债	医药生物	119.00	-0.60	6.60	文科转债	建筑装饰	107.45	19.80	9.49	思创转债	计算机	106.10	0.09	6.64	彤程转债	基础化工	136.80	29.84	5.37
百洋转债	医药生物	148.00	4.58	8.49	亚太转债	汽车	107.90	5.73	9.98	文科转债	建筑装饰	107.45	19.80	9.49	金宏转债	电子	123.18	38.67	10.16
思特转债	计算机	152.36	1.81	1.67	G三峡EB2	公用事业	110.70	16.95	100.00	亚太转债	汽车	107.90	5.73	9.98	华懋转债	汽车	123.29	35.63	10.50
光力转债	机械设备	136.80	24.89	4.00	强力转债	电子	112.39	50.12	8.50	G三峡EB2	公用事业	110.70	16.95	100.00	精微转债	汽车	130.60	18.95	9.80
普利转债	医药生物	134.90	-1.27	5.31	裕霖转债	轻工制造	124.36	13.61	6.10	迪龙转债	环保	109.84	-0.06	2.88	新23转债	汽车	127.09	25.28	11.60
银信转债	计算机	131.85	12.25	3.91	东宝转债	医药生物	119.39	19.21	4.55	三力转债	基础化工	132.30	22.06	2.02	淮22转债	煤炭	122.88	13.40	30.00
锦鸡转债	基础化工	146.87	-0.46	2.17	华翔转债	家用电器	121.29	23.25	8.00	龙大转债	食品饮料	109.11	31.78	9.46	恒邦转债	有色金属	123.07	27.98	31.60
博俊转债	汽车	150.50	20.65	5.00	三力转债	基础化工	132.30	22.06	2.02	康医转债	医药生物	111.70	35.00	7.00	烽火转债	通信	119.34	46.08	30.88
润达转债	医药生物	183.21	0.25	3.21	共同转债	医药生物	120.89	29.17	3.80	吉视转债	传媒	108.04	-0.02	10.93	春23转债	电子	125.02	24.05	5.70
博瑞转债	医药生物	129.62	20.45	4.65	吉视转债	传媒	108.04	-0.02	10.93	再22转债	建筑材料	109.25	43.44	5.10	中宠转2	农林牧渔	116.50	38.88	7.69
九典转02	医药生物	152.17	16.38	3.60	胜蓝转债	电子	123.30	26.62	3.30	全筑转债	建筑装饰	101.87	-0.61	1.81	G三峡EB2	公用事业	110.70	16.95	100.00
华锐转债	机械设备	126.13	32.51	4.00	微芯转债	医药生物	126.02	32.99	5.00	灵康转债	医药生物	108.18	56.31	4.58					
沿浦转债	汽车	131.03	16.10	3.84	正海转债	有色金属	117.00	28.22	14.00	大秦转债	交通运输	115.29	0.29	286.35					
思创转债	计算机	106.10	0.09	6.64	京源转债	环保	117.37	18.21	3.32	杭电转债	电力设备	111.49	5.61	7.50					
中辰转债	电力设备	129.40	8.95	5.70	英力转债	电子	119.07	26.78	3.40	嘉美转债	轻工制造	112.18	28.93	7.50					
测绘转债	建筑装饰	152.00	0.88	2.49	康泰转2	医药生物	119.00	34.46	19.99	博世转债	环保	112.42	10.09	4.30					
多伦转债	计算机	137.20	1.05	2.70	大中转债	钢铁	119.34	22.22	15.19	兄弟转债	基础化工	105.83	8.90	2.62					
强力转债	电子	112.39	50.12	8.50	兄弟转债	基础化工	105.83	8.90	2.62	晚鸣转债	农林牧渔	112.69	43.51	3.29					
福蓉转债	电子	148.78	33.52	6.40	金埔转债	建筑装饰	116.65	21.11	5.20	长证转债	非银金融	104.65	23.19	49.96					
彤程转债	基础化工	136.80	29.84	5.37	金盘转债	电力设备	122.65	33.93	9.77	汇通转债	建筑装饰	108.21	39.46	3.60					

资料来源: Wind, 海通证券研究所

风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

信息披露

分析师声明

王巧喆 固定收益研究团队
孙丽萍 固定收益研究团队
张紫睿 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com涂力鑫 所长助理
021-23185710 tll5535@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓翊莹(021)23183938 zxy15314@haitong.com
马毓婕 myj15669@haitong.com
付欣郁 02123183940 fxy15672@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23185605 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23185600 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23185601 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
联系人
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com
赵佳俊 zjj15910@haitong.com

固定收益研究团队

王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
联系人
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲(021)23185707 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
王国沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com
何韫露 hyl15943@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23185963 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
孟陆 010-58067975 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
肖键铨(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)58067988 zc15254@haitong.com
江珅(021)23185638 js15833@haitong.com
陈铭 cm15886@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com
联系人
石佳艺 sjy15440@haitong.com
潘若婵 prc15750@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com
胡鸿程(021)23185962 hhc15605@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbc14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com

有色金属行业

陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com
 梁琳(021)23185845 ll15685@haitong.com

房地产行业

谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 涂力磊 021-23185710 tll5535@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com
 陈昭颖(021)23183953 czy15598@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
 李轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
 文灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com
 联系人
 郇奕滢 lyy15347@haitong.com
 张幸 zx15429@haitong.com

煤炭行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 王涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
 联系人
 朱彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴杰(021)23183818 wj10521@haitong.com
 房青(021)23185603 fangq@haitong.com
 徐柏乔(021)23219171 xxbq6583@haitong.com
 马天一(021)23185735 mty15264@haitong.com
 胡惠民 hhm15487@haitong.com
 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 联系人
 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
 马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
 吴志鹏(021)23215736 wzp15273@haitong.com
 罗青(021)23185966 lq15535@haitong.com
 孔淑媛(021)23183806 ksy15683@haitong.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
 孙维容(021)23185389 swr12178@haitong.com
 李智(021)23185842 lz11785@haitong.com
 李博(021)23185642 lb14830@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
 杨林(021)23183969 yl11036@haitong.com
 洪琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
 杨蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
 联系人
 夏思寒(021)23183968 xsh15310@haitong.com
 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
 于一铭 021-23183960 yym15547@haitong.com
 联系人
 夏凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
 徐卓 xz14706@haitong.com

非银行金融行业

何婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
 孙婷(010)50949926 st9998@haitong.com
 曹锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
 联系人
 肖尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@haitong.com
 陈宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
 罗月江(010)58067993 lyj12399@haitong.com
 联系人
 吕春雨 lcy15841@haitong.com
 杜清丽 18019031023

纺织服装行业

梁希(021)23185621 lx11040@haitong.com
 盛开(021)23154510 sk11787@haitong.com
 联系人
 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23183846 fcy10886@haitong.com
 申浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

机械行业

毛冠锦 021-23183821 mgj15551@haitong.com
 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
 联系人
 丁嘉一 021-23180000 djy15819@haitong.com
 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
 联系人
 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
 郭好格(010)58067828 ghg14711@haitong.com

农林牧渔行业

李淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
 巩健(021)23185702 gj15051@haitong.com
 冯鹤 fh15342@haitong.com
 联系人
 蔡子慕(021)23183965 czm15689@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁(021)23183952 yhj12866@haitong.com
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
 联系人
 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
 苗欣 mx15565@haitong.com

军工行业

张恒暄(021)23183943 zhx10170@haitong.com
 联系人
 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
 胡舜杰(021)23155686 hsj14606@haitong.com
 李雨泉(021)23185843 lyq15646@haitong.com

银行行业

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com
 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
 联系人
 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
 王祎婕(021)23185687 wyj13985@haitong.com
 联系人
 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
 李阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
 刘璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
 联系人
 吕浦源(021)23183822 lpy15307@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
 高翩然 gpr14257@haitong.com
 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com
 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
 联系人
 杨寅琛(021)23188562 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com
董晋 dj15843@haitong.com
王勇 wy15756@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com