

固收半月谈|4月信用债表现亮眼，原因为何？

主讲人介绍



顾伊蕾

上银基金固定收益部高级研究员

信用研究专家，长期深耕周期行业及城投板块。

市场回顾

国内利率债市场方面，进入4月以来，资金面整体偏宽松，地方债发行仍然偏慢，特别国债暂未落地，债券资产紧张局面持续，各期限利率债以下行为主。具体来看，本月截至24日收盘，(1)国债方面，1-3Y国债下行5BP至1.67%；5Y国债收益率下行10BP，收于2.10%；7Y国债收益率下行7BP，收于2.24%；10Y国债收益率下行2BP，收于2.27%。(2)政金债方面，1Y政金债收益率下行0-2BP不等；3Y政金债收益率下行9-11BP不等；5Y政金债收益率分别下行11BP；7Y国政金债收益率下行13-14BP；10Y口行和农发债收益率下行10-11BP，10Y国开债收益率下行7BP，收于2.45%。

信用债市场方面，4月信用债表现亮眼，主要原因是资金面宽松、信用债比价有相对优势。具体看，4月普通信用债普遍下行20bp以上，信用利差大幅压缩，其中超长久期信用债表现最亮眼，反映市场在各种期限利差压缩到极限情况下的对票息追逐；二永下行幅度和普通信用债相似，随着二永收益下降到较低水平，向下弹性放大作用减弱。

权益市场方面，4月权益市场整体下跌，分化较大，大盘指数表现明显好于中

小盘，资源分红板块表现明显好于科技成长。4月截至4月24万得全A下跌2%，创业板指下跌2.9%，上证指数上涨0.12%，转债表现好于正股，转债估值扩张，中证转债指数上涨0.71%。行业来看，表现较好的板块主要来自有色、钢铁、家电和银行，整体上涨2%-4%，表现较弱的板块主要为房地产、商贸零售、计算机和传媒，整体下跌8%-10%。

海外市场方面，欧央行大概率6月降息，但美国经济数据表现较强，市场转向定价美国全年降息1-2次，预期最早9月。因此海外股市出现小幅调整，欧美主要国家债券收益率上行。具体来看，截至4月24日收盘，当月法国CAC40下跌1.39%，德国DAX指数下跌2.18%，英国富时100上涨1.1%，标普500下跌3.48%；亚洲股市方面，韩国综合指数下跌2.58%，恒生指数上涨3.99%，日经225下跌4.73%。债券市场方面，德国10Y国债收益率上行23BP至2.56%；法国的10Y国债收益率上行29BP，收于3.09%；美国10Y国债收益率上行45BP，收于4.65%；英国10Y国债收益率上行27BP至4.22%。

市场展望

宏观利率方面，本月公布的一季度GDP增速5.3%超过市场预期，全年实现GDP增长5%左右目标的难度进一步降低，叠加美元的强势表现，央行在二季度顶着人民币贬值压力降息的概率愈发下降。但目前房地产投资仍然低迷，并且债市投资者也更愿意相信自己对经济偏冷的微观体感，因此偏强的基本面数据对债市扰动有限，短期市场更担忧特别国债集中发行造成的供给压力。如果特别国债在5-6月能平滑发行，相信在目前银行、保险欠配情况下冲击有限；但如果推迟到6月集中发行，叠加半年末影响，对市场的冲击则不容忽视。对债市而言，目前尚不具备行情反转的基础，仍建议以中性久期跟随市场波动。

信用债市场方面，信用债下行过快，和存单、资金价格比，当前利差优势明显收窄，信用债性价比一般，基金等交易户买入力度近期略有下降。信用债择券上，优先推荐稀缺属性的城投债，可以在2025年底到期的城投债下沉，因为当前市场对2025年底城投债安全性预期比较充分、估值波动幅度有限、更能有票息优势。

权益市场方面，科技股的回落和周期股的崛起，以及流动性的收缩，都表明市场

可能正在进入一个更加谨慎的阶段。在未来投资决策中，或可更加关注市场的防守性板块，同时密切关注流动性状况和资金流向的变化。策略上，一方面高分红高股息板块仍是良好的底仓选择，但对涨幅较高的资源股应注意交易拥挤适当回避，另一方面小盘股受新国九条影响大跌，部分标的可能存在错杀可择机布局。转债方面在中小票大跌后，绝对价格又到了极低位置，下跌空间十分有效，是较好布局机会，关注正股成长性及基本面较好、估值相对合理的错杀转债。

热点关注：4月信用债表现亮眼，原因为何？

4月以来信用债表现非常亮眼，收益率普遍下行 20bp 以上，表现显著优于利率债，究其原因主要是供需失衡，本次热点将和大家分享信用债供给情况，回顾 4 月、展望 5 月信用债供给。

4月信用债发行较强，主要是有产业债发行支撑，城投债发行同比仍在下滑。截至 4 月 24 日，4 月共计发行信用债 1.3 万亿元，同比增长 14.4% 左右，其中产业债发行 0.9 万亿元，同比增长 21.75%，发行城投债（wind 口径）发行 0.3 万亿，同比下降 21%。

4月产业债发行存在以下两个特征：一是以中高评级央国企为主，4月新发评级 AA+及以上央国企占比 85%，资质较高，产业债整体看挖掘收益空间有限；二是新发期限拉长趋势很明显，为利差低位发行人和投资人共同选择的结果，4月新发 3 年以上占比从年初的 10% 提高至 28%。

4月城投债发行疲弱，延续了今年以来城投债新发审批从严的态势。根据近期监管审批城投债数据，较 12 月极严有所回落，放松的节奏银行间和交易所分化，银行间放松较多，城投债上会或注册前的反馈次数、和天数处于偏低水平，交易所放松、但是仍然偏紧，城投债上会或注册前的反馈次数、和天数处于高位，且 3 月交易所终止发行数量创 20 年以来的单月最高。

展望 5 月，信用债发行或将环比大幅下降，其中城投债供给将延续偏紧趋势。一是 5 月是信用债季节性发行淡季，2021 年、2022 年、2023 年 5 月信用债新发环比下降 53.05%、59.75% 和 44.13%，主要原因是年报后发行人募集说明书更新需求。二是城投债发行严监管将持续，总量难有大幅增长，边际上还有特殊再融资偿还的风险，因此城投债基本上是稀缺资产。

债券知识小课堂：特别国债蓄势待发，马上了解→

近日财政部表示及时启动超长期特别国债发行工作，本次债券知识将聚焦超长期特别国债的相关知识分享。

第一，特别国债是什么？是指为特定目标发行的、具有明确用途的国债。特别国债与普通国债相比，具有一定的特殊性。

从资金用途看，特别国债具有明确特定用途，其资金需专款专用；而普通国债主要用于弥补财政赤字。

从预算管理看，特别国债不纳入一般公共预算、不计入财政赤字；普通国债既纳入一般公共预算，计入财政赤字。

从发行流程看，新发特别国债需国务院提请全国人大常委会审议批准，并相应追加年末国债余额限额，而普通国债的新增限额一般需要在每年向全国人民代表大会作预算报告时提出，由全国人大予以审批。可见特别国债在发行流程上更加简易、灵活。

第二，“超长期”是多长？按照市场惯例，主要指 10 年以上，主要是 30 年和 50 年国债。从前几轮特别国债的期限来看，1998 年为 30 年期，2007 年为 10 年和 15 年期，2020 年发行中长期特别国债为 5 年、7 年和 10 年期，分布在各个期限。

第三，为什么要发超长期特别国债？在经济复苏基础有待巩固的背景下，本次超长期国债的发行体现了中央加杠杆稳定经济、更好统筹发展和安全的决心。

一是我国中央政府杠杆率仍有较大的提升空间。我国政府部门杠杆率在 G20 样本经济体中处于最低水平，根据 21 世纪报道，超长期特别国债的支持方向为粮食安全、能源安全、产业链安全、新型城镇化、乡村振兴等领域。安全领域建设事关全局，更适合以中央政府为主体融资并进行统筹安排。

二是超长期国债或可部分替代地方专项债，解决地方专项债“缺项目”的问题。专项债发行需要充分论证项目预期收益和融资期限及还本付息的匹配度，合理编制项目预期收益与融资平衡方案，反映项目全生命周期和年度收支平衡情况，使项目预期收益覆盖专项债券及市场化融资本息（如有）。这要求专项债有优质项目匹配。而超长期特别国债在项目审批和发行使用上更加灵活，更加注重长期

综合社会回报率。

三是减轻地方偿债压力，降低融资成本。增加超长期特别国债，以超长期特别国债来匹配相关中长期项目的建设需求，有助于缓解地方的偿债压力，进一步降低融资成本。

第四，当前供给压力属于历年来什么水平？从近三年发行情况看，2021年共发行15期超长期国债（包括续发），总发行规模为4270亿元，2022年发行16期，规模为3700亿元，2023年发行10期，规模3680亿元。假设今年新增1万亿全部为30年及以上，则超长债总发行规模可能在1.4万亿元，约为近三年平均发行量的3.6倍、近五年平均发行量的3.1倍，压力不小。

第五，谁来买？1998年特别国债是全部定向发行，2007年是大部分定向发行+小部分市场化发行，2020年和2023年则全部为市场化发行，整体呈现出从定向到市场的转变。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。