

研究所

分析师:李书开
SAC 登记编号:S1340524040001
Email:lishukai@cnpsec.com
分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《生产季节性回落，物价整体走低——
高频数据跟踪 20250506》- 2025.05.06

信用策略观点

五月，信用会补涨吗？

——信用周报 20240506

● 五月，信用会补涨吗？

四月下旬市场行情突生变化，倒数第二周债市还处于盘整期，信用表现也偏弱，而最后一周行情突然回暖，市场对节后信用补涨的关注程度提升。五一假期前最后一周，公布的4月PMI数据显示关税战对出口的影响有所兑现，经济基本面景气度下滑，叠加央行呵护流动性的态度较为明确，债市行情迅速反转启动。1Y-5Y信用的涨幅相对利率二永偏小，超长期限信用的涨幅跟同期限国债基本相当。

从曲线形态来看，最后两周行情反转虽然较为突然，但曲线的变化不大，3-5年的陡峭程度仍最高，短端和超长目前较为鸡肋。而从绝对收益率和信用利差的历史分位数的情况来看，4月中上旬的调整并不充分，信用没有调整出票息价值，而信用利差仍提示中等久期有压缩空间。2025年4月28日到4月30日，1Y-AAA、3Y-AAA、1Y-AA+、3Y-AA+和1Y-AA中债中短票估值到期收益率处于2024年以来的后12.75%、20.34%、12.06%、22.75%、14.48%水平；而信用利差历史分位数分别为后5.86%、47.58%、5.51%、61.37%和8.96%。

二永债在节后最后一周终于活跃起来，各个期限的品种普涨，同时涨幅略高于利率债，追涨特征明显。2025年4月28日到4月30日，1Y-5Y、10YAAA-二级资本债收益率分别下行3.5BP、4.3BP、5.2BP、6.3BP、6.8BP、5.1BP，涨幅要高于利率，可能指向部分踏空机构通过二永追涨。4年至5年银行二级资本债目前收益依旧在10年国债加点30bp左右，曲线陡峭程度尚可，可以适度参与。从活跃成交的情况来看，4月倒数第二周还属于谨慎乐观，而4月最后一周行情目前回暖，低于估值成交占比大幅提升。

而从超长期限信用债的表现来看，4月倒数第二周抛盘意愿加强，到4月最后一周情绪有所缓解，但从折价成交幅度来看重点并不在超长期限。超长期限信用债折价成交的占比多数都在50%以上，超长期限信用债的折价幅度基本都在3BP以内，也不是急售行情。折价成交的行情焦点不在超长期限信用债，而是中航产融。从低于估值成交的情况来看，同样对比较为强烈，4月倒数第二周买盘力量极弱，4月最后一周交投突然活跃起来。

总结来看，我们对节后信用补涨的空间持相对谨慎的态度，主要是因为之前提到的信用策略的尴尬期特征仍在。信用债的调整并不充分，绝对收益率较低，票息保护并不充分；而信用债的流动性瑕疵仍然存在。对于交易盘，建议关注3-5年国股行二永的机会，票息和流动性还能兼顾；对配置盘而言，看好3-5年城投打开尺度下沉的机会，以及城投新设产业化主体发行的1-3年品种。

● 风险提示：

融资政策超预期事件、信用黑天鹅事件。

目录

1 五月，信用会补涨吗？	4
2 风险提示	9

图表目录

图表 1: 2025 年 4 月 28 日到 4 月 30 日主要债市品种估值收益率变化 (BP)	4
图表 2: AA+中票期限结构图周度变化 (%)	5
图表 3: AA 城投期限结构图周度变化 (%)	5
图表 4: 主要期限、等级信用利差历史分位数 (BP, %)	6
图表 5: 各主要期限和等级信用债收益率历史分位数 (%)	6
图表 6: AAA-银行二级资本债期限结构 24 年底、2 月底和近期对比 (%)	6
图表 7: 4 月 21 日-4 月 30 日活跃成交二永平均剩余期限、低于估值成交占比 (年、%)	7
图表 8: 4 月 21 日-4 月 30 日超长期限信用债折价成交笔数及占比 (笔、%)	8
图表 9: 4 月 21 日-4 月 28 日超长期限信用债低于估值成交笔数及占比 (笔、%)	8

1 五月，信用会补涨吗？

四月下旬市场行情突生变化，倒数第二周债市还处于盘整期，信用表现也偏弱，而最后一周行情突然回暖，市场对节后信用补涨的关注程度提升。2024年4月21日到4月25日，债市整体表现偏弱，缺乏明确的交易主线，信用债表现同样不佳，其中普信债的跌幅跟同期限的利率债基本一致，而超长期信用债的跌幅则明显高于利率债。而五一假期前最后一周，公布的4月PMI数据显示关税战对出口的影响有所兑现，经济基本面景气度下滑，叠加央行呵护流动性的态度较为明确，债市行情迅速反转启动，各期限收益率均有所下行。其中10年国债中债估值收益再度探至1.62%低位，信用的涨幅相对利率二永偏小，节后是否可以乘势追涨，抓住右侧机会成为市场较为关心的问题。

从二级的估值表现来看，2025年4月28日到4月30日，1Y、2Y、3Y、4Y、5Y的国债到期收益率分别上行了1.0BP、下行了3.3BP、4.3BP、3.6BP、2.7BP，而同期限的AAA中票收益率分别下行了2.7BP、4.1BP、3.1BP、3.7BP、2.0BP，AA+中票收益率分别下行了2.2BP、3.1BP、1.1BP、2.7BP和2.5BP，普信债的涨幅跟利率差别不大，相对更弱一些。超长期信用债的表现有所好转，涨幅跟同期限国债接近，AAA/AA+10Y的中票和城投收益率分别下行了3.5BP、下行了3.5BP、下行了3.0BP、下行了3.0BP，而10Y国债下行幅度为3.6BP。

图表 1：2025 年 4 月 28 日到 4 月 30 日主要债市品种估值收益率变化 (BP)

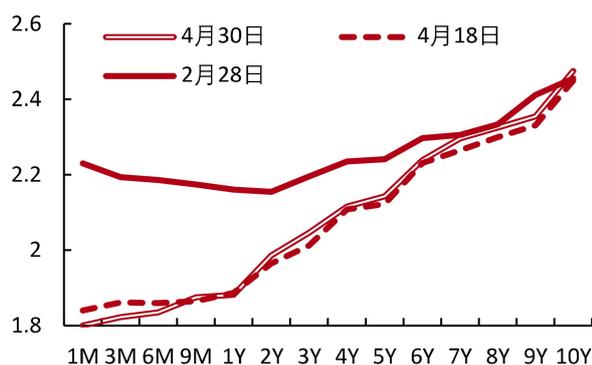
品种	评级	期限				
		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
国债	-	1.0	-3.3	-4.3	-3.6	-2.7
国开债	-	-0.3	-3.7	-3.1	-4.9	-4.5
中短票	AAA	-2.7	-4.1	-3.1	-3.7	-2.0
	AA+	-2.2	-3.1	-1.1	-2.7	-2.5
	AA	-1.7	-0.6	0.4	-2.7	-3.0
	AA-	-3.2	-0.1	-1.6	-5.7	-2.5
城投债	AAA	-1.8	-3.4	-4.5	-2.9	-2.7

AA+	-1.8	-1.4	-3.5	-2.9	-1.7
AA	-1.8	1.6	1.5	-1.9	-2.7
AA(2)	-1.8	-1.4	0.5	-0.9	-2.7
AA-	-0.8	-0.4	0.5	-2.9	-3.7

资料来源：WIND，中邮证券研究所

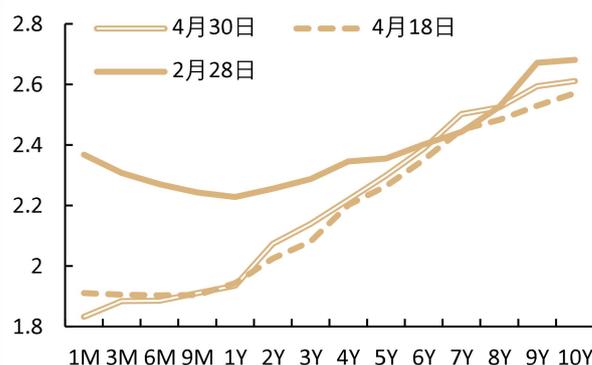
从曲线形态来看，最后两周行情反转虽然较为突然，但曲线的变化不大，3-5年的陡峭程度仍最高，短端和超长目前较为鸡肋。以AA+中票和AA城投的收益期限结构图为例，都能看出，与2月底的情况相比较而言，目前1Y以内的曲线依然十分平坦，AA城投7年及以上的超长期限部分也比较平，AA+中票7-9年较平，9-10年重新开始陡峭，而两条曲线3-5年部分曲线的陡峭程度均较为明显；而四月倒数第二周和最后一周相比，曲线的形状非常接近。

图表 2: AA+中票期限结构图周度变化 (%)



资料来源：WIND，中邮证券研究所

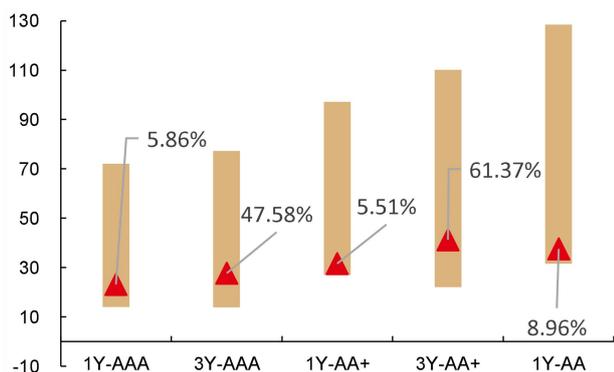
图表 3: AA城投期限结构图周度变化 (%)



资料来源：WIND，中邮证券研究所

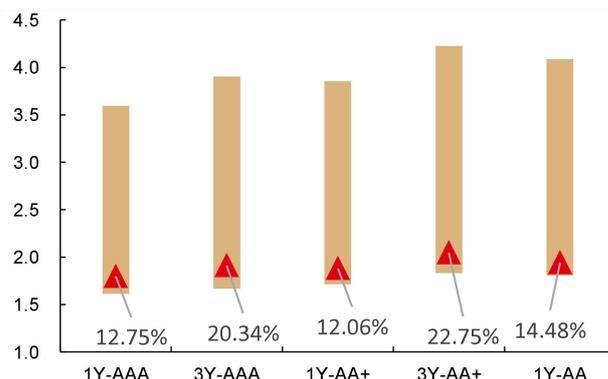
而从绝对收益率和信用利差的历史分位数的情况来看，4月中上旬的调整并不充分，信用没有调整出票息价值，而信用利差仍提示中等久期有压缩空间。2025年4月28日到4月30日，1Y-AAA、3Y-AAA、1Y-AA+、3Y-AA+和1Y-AA中债中短票估值到期收益率处于2024年以来的后12.75%、20.34%、12.06%、22.75%、14.48%水平，处于历史较低的位置，票息保护不足；而1Y-AAA、3Y-AAA、1Y-AA+、3Y-AA+和1Y-AA信用利差历史分位数分别为后5.86%、47.58%、5.51%、61.37%和8.96%，可以看出3Y的保护垫已经较为充分。

图表 4：主要期限、等级信用利差历史分位数 (BP, %)



资料来源：ifind，中邮证券研究所

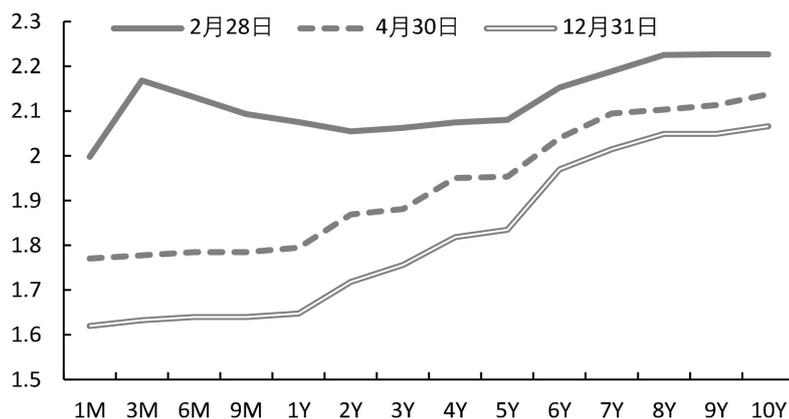
图表 5：各主要期限和等级信用债收益率历史分位数 (%)



资料来源：ifind，中邮证券研究所

二永债在节后最后一周终于活跃起来，各个期限的品种普涨，同时涨幅略高于利率债，追涨特征明显。2025 年 4 月 28 日到 4 月 30 日，1Y、2Y、3Y、4Y、5Y、10YAAA-二级资本债收益率分别下行了 3.5BP、4.3BP、5.2BP、6.3BP、6.8BP、5.1BP，涨幅要高于利率，可能指向部分踏空机构通过二永追涨。而从曲线期限结构来看变化不大，1 年以内、7 年及以上都较为平坦，1-5 年是曲线陡峭化最高的部分。但目前曲线离去年年底的收益率低点位置距离更近，后续可参与的机会可能越来越小。4 年至 5 年银行二级资本债目前收益依旧在 10 年国债加点 30bp 左右，曲线陡峭程度尚可，可以适度参与。

图表 6：AAA-银行二级资本债期限结构 24 年底、2 月底和近期对比 (%)

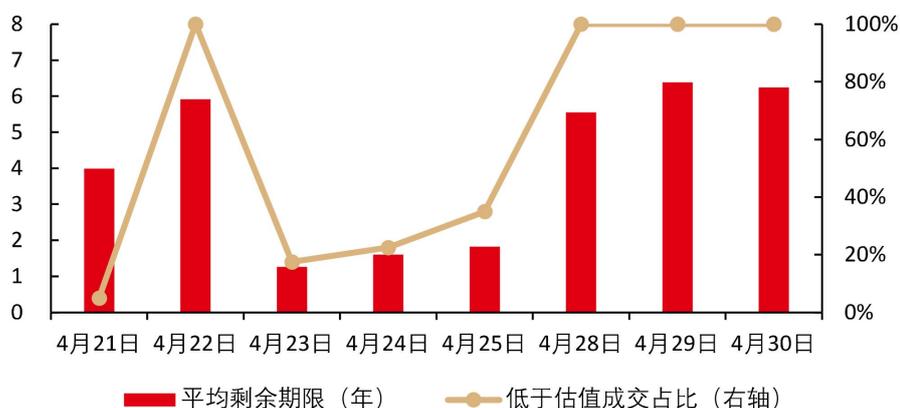


资料来源：WIND，中邮证券研究所

从活跃成交的情况来看，4 月倒数第二周还属于谨慎乐观，而 4 月最后一周行情目前回暖，低于估值成交占比大幅提升。4 月 28 日-4 月 30 日，二永债的低估值成交占比均为 100%，行情热烈程度可见一斑。而从平均成交久期来看，两

周的对比也较为强烈,4月倒数第二周有四个工作日平均成交久期都在4年以内,而最后一周的三个工作日平均成交久期都在5.5年以上,分别为5.55年、6.39年、6.25年。而从成交幅度来看,二永的行情虽然回暖但不会过热,而低于估值成交的成交幅度也不大,多数落在5BP以内。

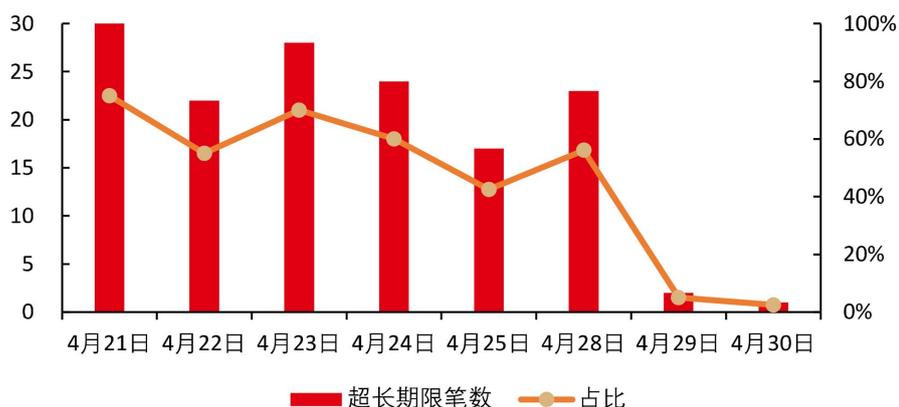
图表 7: 4月21日-4月30日活跃成交二永平均剩余期限、低于估值成交占比(年、%)



资料来源: WIND, 中邮证券研究所

而从超长期限信用债的表现来看,4月倒数第二周抛盘意愿加强,到4月最后一周情绪有所缓解,但从折价成交幅度来看重点并不在超长期限。4月21日-4月28日,超长期限信用债折价成交的占比多数都在50%以上,跟我们上周的周度观点较为一致,目前超长期限信用策略处境较为尴尬,因此不少机构卖出意愿明显。从折价成交幅度来看,超长期限信用债的折价幅度基本都在3BP以内,也不是急售行情。折价成交的行情焦点不在超长期限信用债,而是中航产融,由于债券兑付的不确定性加大,中航产融连续两周不仅折价成交数量较多,而且幅度多数都在20BP以上,甚至部分成交折价幅度高于100BP。

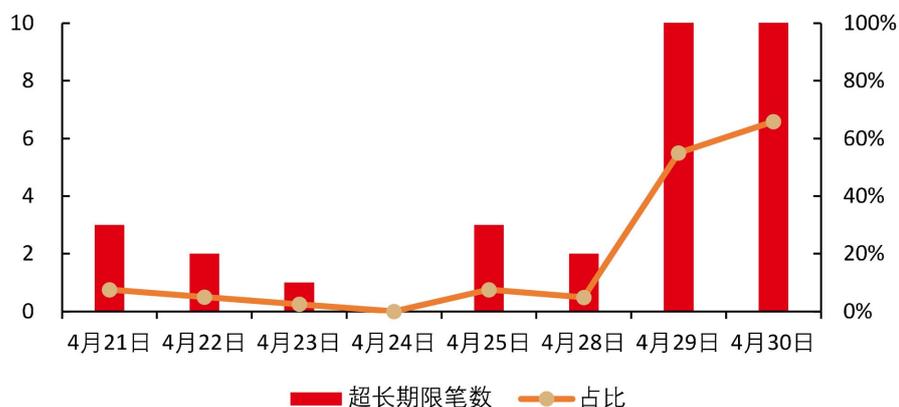
图表 8：4 月 21 日-4 月 30 日超长期限信用债折价成交笔数及占比（笔、%）



资料来源：WIND，中邮证券研究所

从低于估值成交的情况来看，同样对比较为强烈，4 月倒数第二周买盘力量极弱，4 月最后一周交投突然活跃起来。4 月 21 日-4 月 28 日，超长期限信用债低于估值成交占比都在 10% 以内，买盘力量微弱，直到最后两个交易日成交占比才回升至 50% 以上。从成交幅度来看，低于估值成交的热点依然落在地产板块，万科的收益率下行幅度很大，普遍在 10BP 以上，而超长期限的低于估值成交多数落在 3BP 以内。此外，4-5 年中低等级（隐含评级 AA、AA(2)、AA-）的城投也受到青睐，低于估值成交幅度在 5-10BP 居多。

图表 9：4 月 21 日-4 月 28 日超长期限信用债低于估值成交笔数及占比（笔、%）



资料来源：WIND，中邮证券研究所

总结来看，我们对节后信用补涨的空间持相对谨慎的态度，主要是因为之前提到的信用策略的尴尬期特征仍在。4 月中上旬债市虽然一度进入盘整期，但信用债的调整并不充分，绝对收益率仍在较低的位置，票息保护并不充分；而信用债的流动性瑕疵在目前的市场环境下仍然存在。对于交易盘，我们依然建议关注 3-5

年国股行二永的机会，票息和流动性还能兼顾；对配置盘而言，我们依然看好 3-5 年城投打开尺度下沉的机会，以及城投新设产业化主体发行的 1-3 年品种，市场未充分对此类品种定价，还有挖掘的空间。

2 风险提示

融资政策超预期事件、信用黑天鹅事件。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048