

2024年8月23日

## 资产荒下的“暗流涌动”：机构资金流向何方？

中证鹏元资信评估股份有限公司

工商企业评级部

徐宁怡

[xuny@cspengyuan.com](mailto:xuny@cspengyuan.com)

高梦遥

[gaomy@cspengyuan.com](mailto:gaomy@cspengyuan.com)

刘书芸

[liushuy@cspengyuan.com](mailto:liushuy@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元评级”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

一揽子化债政策推出以来，随着发行受限和存量债券到期，城投债供给缩量明显，优质高收益资产稀缺形成债市资产荒，城投债供需矛盾日益深化，高倍数认购热度空前高涨。在此背景下，城投债机构持仓加速缩减，地区集中度进一步提升，持仓机构分布有所分散，整体来看，机构资金从城投债中流出、寻找更加“稳健”的高收益资产已成定局。本文主要探究机构资金在城投债内部的结构转变以及向城投债外部如何转移，并基于研究结果，为投资者未来可择券的方向提供可参考的建议。

**一揽子化债后，城投债机构持仓如何变化？**从城投债机构持仓数量来看，机构投资者城投债持仓明显缩减且流出主要来自银行理财；随着优质高收益资产稀缺程度加深，机构城投债持仓向江苏、浙江、山东三大省份集中。

**资金从城投债中退出后，转向何方？**近一年债券存量余额增量几乎全部来自利率债、同业存单和金融债，其他信用债中资金主要流向金融债、产业债、可转债等方向。

(1) 债券发行端“国进民退”和投资端对于安全资产的偏好增强，共同推动利率债存量规模大幅增长 10.80 万亿元，占同期全市场债券增量的 69.45%，超过其债券存量规模占比近 10 个百分点；城投债、产业债等品种增量极低，仅占市场增量 0.81%；

(2) 2024 年以来，商业银行二永债受到市场偏好更为明显，市场的金融债投资策略偏好拉久期，金融债平均成交期限波动提升；

(3) 产业债关注重点集中在高评级国企，央企及 AAA 级主体产业债成交金额占比提升，信用下沉现象不明显，民生相关行业产业债受到投资者青睐；

(4) 制造业可转债由于发债规模大、市场关注度高，其成交金额远高

于其他行业可转债，同时由于可转债兼具债权和股权属性，市场更多关注正股表现较好行业的可转债。

**投资者可以根据市场资金流向关注金融债、产业债、可转债等城投债的潜在替代资产。**商业银行二永债、高评级产业债、正股市场表现好的可转债或将成为机构资金从城投债流出后的配置重心，投资者可以根据市场资金流向在择券时对上述领域多加关注。同时随着机构资金的转向，前述几种债券及相关主体或将产生增量信评需求，原本主要覆盖城投的信评人员可以提前进行评级方法及模型的搭建和细化。

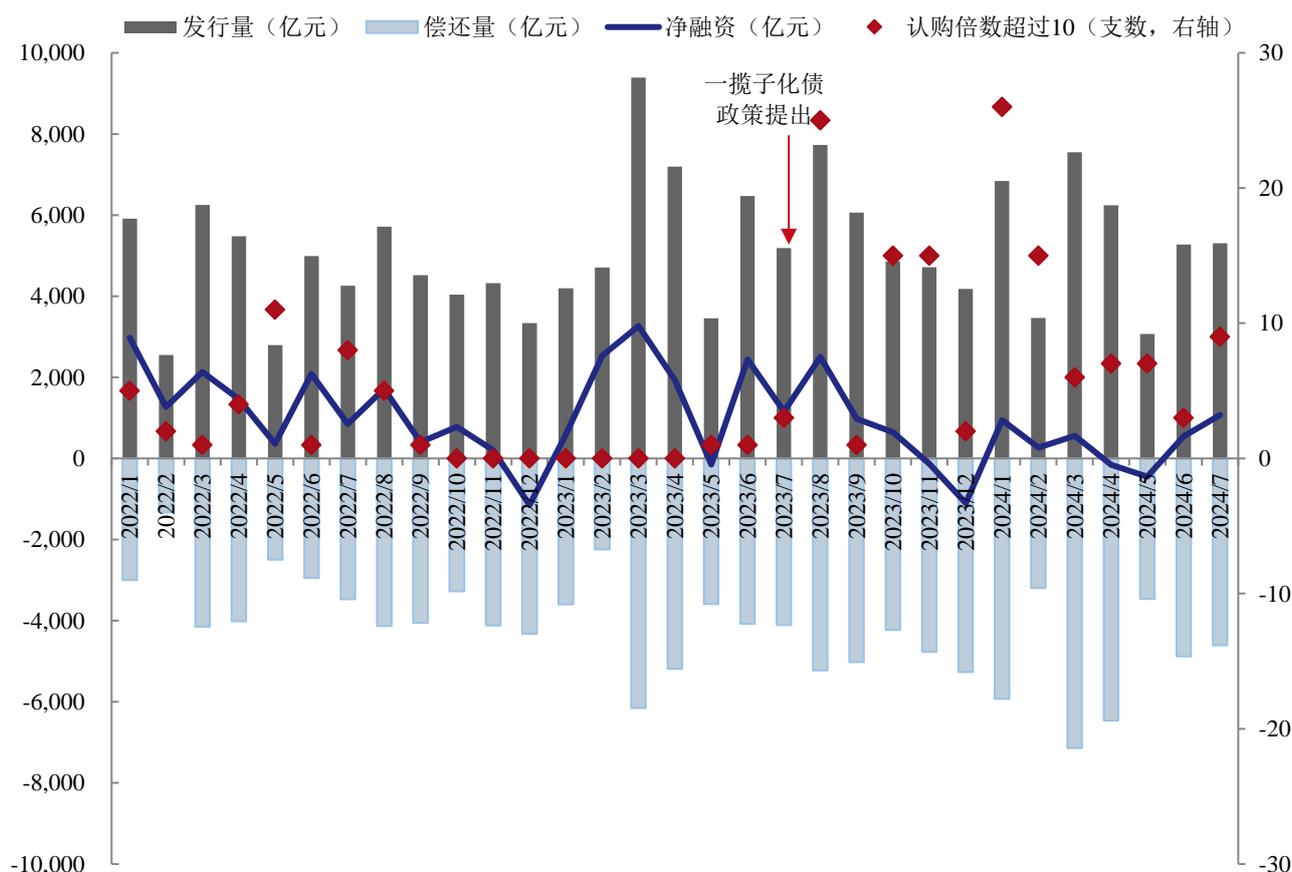
本文从一揽子化债政策以来，优质高收益资产稀缺形成资产荒出发，探究在城投债供给明显缩量、资金供需关系恶化的当下，机构资金在城投债内部的结构转变以及向城投债外部如何转移，并基于研究结果，为投资者未来可择券的方向提供可参考的建议。

### 一、一揽子化债以来，优质高收益资产稀缺形成债市资产荒

一揽子化债政策推出以来，城投债供给缩量明显，优质高收益资产稀缺形成债市资产荒，城投债高倍数认购热度空前高涨

2023年7月24日，中央政治局会议提出了“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，而后国务院密发“35号文”，严格的名单制管理严控新增债务及其他一揽子化债措施推出后，城投融资渠道急速收紧，城投债一级发行呈现颓势。随着部分债券集中到期，2024年1-7月城投债净融资额同比下滑高达76.46%，城投债供给明显缩量，而宽松的货币政策执行后，供需矛盾进一步加深。

图1 2023年8月以来，城投债供给缩量，高倍数认购热度空前高涨

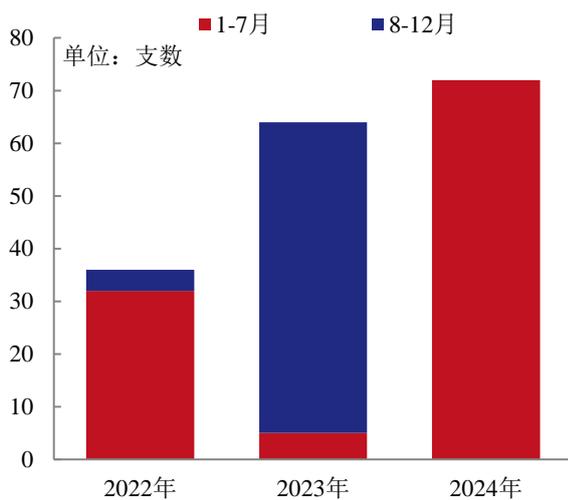


资料来源：预警通，中证鹏元整理

城投债发行端受阻叠加利率下行后，市场情绪过热，多头仓位出现拥挤交易。自2023年8月起，天津

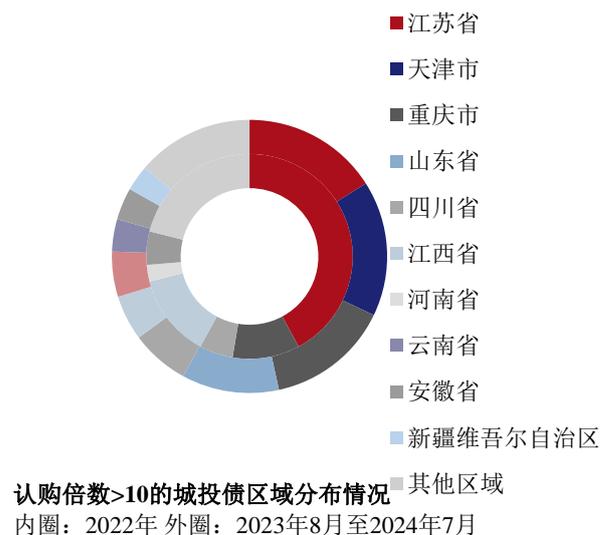
等地城投债认购倍数创下历史新高，与以往几轮认购潮不同，本轮认购潮持续时间更长，热度更高。对比2022年全年认购倍数大于10的债券数量仅38支，2023年8月至2024年7月已累计131支，其中认购倍数大于30的债券数量为46支，更有8支天津、甘肃、江西城投债出现70倍以上的超高认购。从区域分布来看，2022年认购潮由江苏引领，主要分布在江西、重庆等区域，而2023年8月以后的认购潮发生明显转向，天津、山东等区域异军突起，江苏中尾部区县与重庆维持高热度。究其原因，应是本轮叠加了特殊再融资债券置换隐债的强预期，导致天津等此前债务压力较大区域的核心平台受到追捧。另一方面，低利率背景下城投债收益明显平坦化，化债政策亦驱动高票息城投债收益率进一步下降，存量城投高收益债规模持续压缩，机构资金选择空间被迫收窄，而天津、山东凭借其第一、二位的高收益债市场规模认购热度高涨。由此可得，本轮资产荒本质并非缺可投资资产，而是优质的高收益资产稀缺。

图2 2023年8月至今高认购倍数城投债已累计131支



资料来源：预警通，中证鹏元整理

图3 本轮认购潮中天津、重庆、山东等区域占比提高



资料来源：预警通，中证鹏元整理

资产荒不仅反映出高收益优质资产的稀缺，其背后是规模庞大的“资产慌”。由于高风险资产种类较多，而在我国经济增长模式从高速扩张转向稳健高质量发展的背景下，无风险收益率的下行导致风险溢价在收益中的比重提升，若要维持原来的较高收益要求，投资者就必须承受更多的风险暴露。如何通过择券进行资产配置熨平资产荒带来的影响，实现较高的“稳健”收益，是所有市场投资者关注的问题。

## 二、资产荒后，机构资金如何流动？

对于机构而言，资产荒意味着市场可投的资产覆盖不了资金成本，择券空间愈发逼仄。各方机构在猛烈追逐高收益城投债的同时，行业预估2024年高收益城投债将大概率降至千亿规模以下，悲观情绪下，有何请务必阅读正文之后的免责声明

其他出路？哪些产品可以替代城投债实现较高的“稳健”收益？具备前瞻性的机构资金转向是否已经悄然发生？

### （一）一揽子化债后，城投债机构持仓如何变化？

一揽子化债后，机构投资者城投债持仓明显缩减且流出主要来自银行理财，城投债持仓机构分布逐步分散，2024年以来上述资金流出呈现加速趋势；随着优质高收益资产稀缺程度加深，机构持有江苏、浙江、山东等省份城投债占比提升，机构持仓城投债地区分布进一步集中

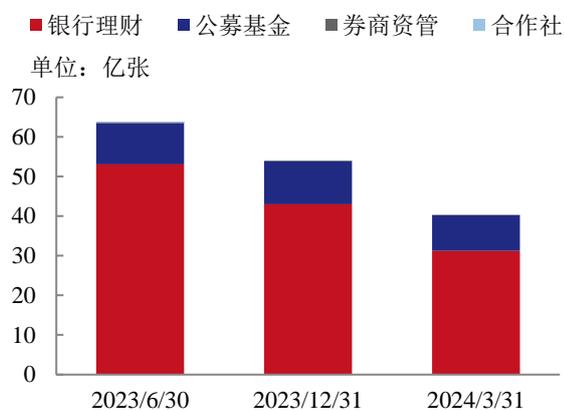
一揽子化债政策推出后，机构投资者城投债持仓逐步缩减且呈现加速趋势。从城投债机构持仓数量看，一揽子化债政策推出后，随着城投债供给缩量和利差下行，机构投资者对城投债的持仓<sup>1</sup>也逐步缩减，并且这一持仓数量的缩减在2024年后开始加速，2023年下半年机构城投债持仓减少9.63亿张，而2024年1-3月，上述持仓缩减数量达到13.66亿张。

2023年下半年以来城投债机构持仓流出主要来自银行理财，公募基金持仓占比有所提升。从持有城投债的机构类别看，银行理财（包括商业银行和银行理财产品）是城投债最主要的持仓机构，占城投债机构持仓类别维持在75%以上，此外，公募基金也是城投债重要的持仓主体，其持有城投债数量较为稳定。2023年下半年以来的城投债机构资金退出中，银行理财、公募基金、券商资管和合作社城投债持仓都呈现净流出状态，主要净流出来自银行理财，从2023年6月末至2024年3月末，银行理财持有城投债数量减少21.91亿张，占所有机构持仓数量减少量的94.08%。从占比来看，截至2024年3月末，银行理财持有城投债数量占机构持有城投债数量比重为77.30%，相较2023年6月末降低6.14个百分点。随着银行理财持仓占比的明显下滑，对应公募基金持仓城投债占比有所提升，从2023年6月末的16.31%提升至2024年3月末的22.33%。

2023年下半年以来银行理财机构城投债持仓数量大幅减少，我们认为主要因为银行理财资金风险偏好较弱、倾向于止盈，在2023年上半年城投债涨幅较多且一揽子化债政策推出后城投债收益率回撤较大的情况下，银行理财逐步压降其城投债投资。此外，由于Wind口径城投债机构持仓数据仅统计相关产品定期报告披露的重仓债券，且缺失内蒙古地区城投债机构持仓数据，与全市场实际持仓数据存在误差，也会对数据结果产生影响。

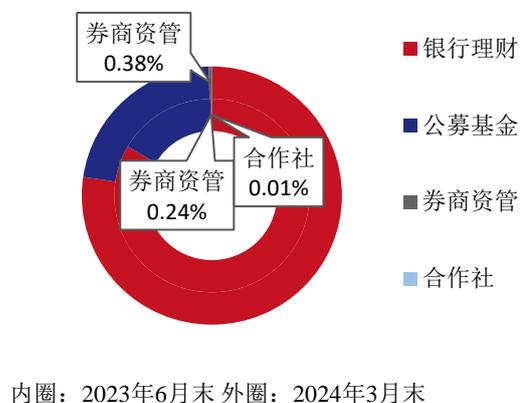
<sup>1</sup> Wind口径机构城投债持仓为根据相关产品定期报告披露的重仓债券统计，一般为前五大或前十大持仓债券。此外，Wind口径缺失内蒙古城投债机构持仓数据，因此本文涉及城投债机构持仓数据为30个省、自治区、直辖市合计数据（不含内蒙古、香港、澳门、台湾）。

图 4 2023 年下半年以来，银行理财机构持有城投债数量持续下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

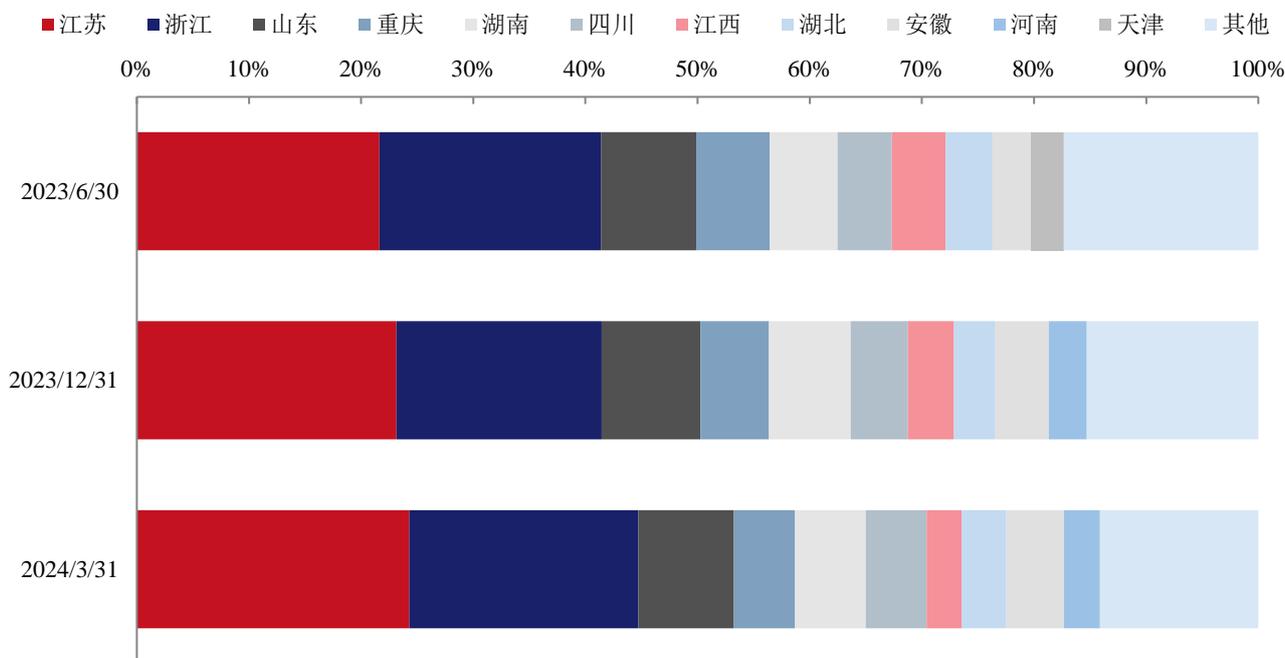
图 5 银行理财城投债持仓占比下降



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

机构持仓城投债的地区集中度进一步提升，大量资金涌入江苏省。从机构持仓城投债地区情况看，江苏、浙江、山东三省城投债机构持仓占到全国城投债机构持仓的半壁江山，从 2023 年 6 月末至 2024 年 3 月末，上述省份城投债机构持仓占比显著提升，合计占比从 49.89%提升至 53.24%，其中江苏城投债机构持仓占比从 21.63%提升至 24.29%，城投债机构持仓进一步向高占比省份集中。

图 6 城投债机构持仓向江苏、浙江、山东等省份集中



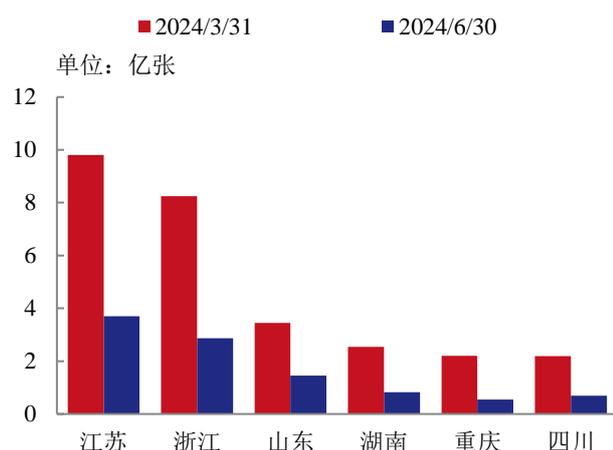
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

由于 Wind 口径部分省区 2024 年 6 月末城投债机构持仓数据缺失，考虑到前文的研究中机构持仓逐步请务必阅读正文之后的免责声明

向江苏、浙江、山东等发债大省集中，发债及机构持债大省数据具有较好代表性，因此对于 2024 第二季度城投债机构持仓的边际变化，我们主要关注江苏、浙江、山东、重庆、湖南、四川 6 个省份。

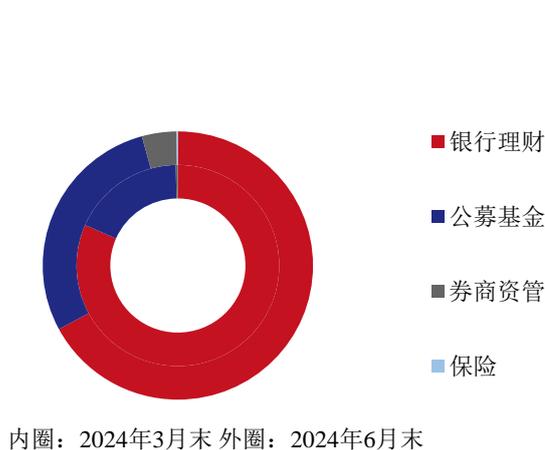
2024 年第二季度，机构资金持续从城投债中撤出，其中银行理财资金流出最为显著，城投债持仓的机构投资者分布逐步分散。从主要省份城投债机构持仓总量看，2024 年第二季度机构资金进一步从城投债撤出，江苏、浙江、山东、湖南、重庆、四川 6 个省份城投债机构持仓数量从 2024 年 3 月末的 28.43 亿张降低至 6 月末的 10.08 亿张。从持仓机构结构看，银行理财持仓占比持续下滑，主要省份城投债中银行理财持仓占比从 2024 年 3 月末的 81.59% 降低至 67.12%，与之对应的，公募基金持仓占比从 18.09% 提升至 28.58%，券商资管持仓占比从 0.32% 提升至 4.15%，同时山东省城投债出现了保险机构投资者，城投债持仓的机构投资者分布结构呈现分散化趋势。

图 7 2024 年第二季度主要省份城投债机构持仓数量下滑



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 8 2024 年第二季度主要省份城投债持仓机构结构



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

## (二) 资金从城投债中退出后，转向何方？

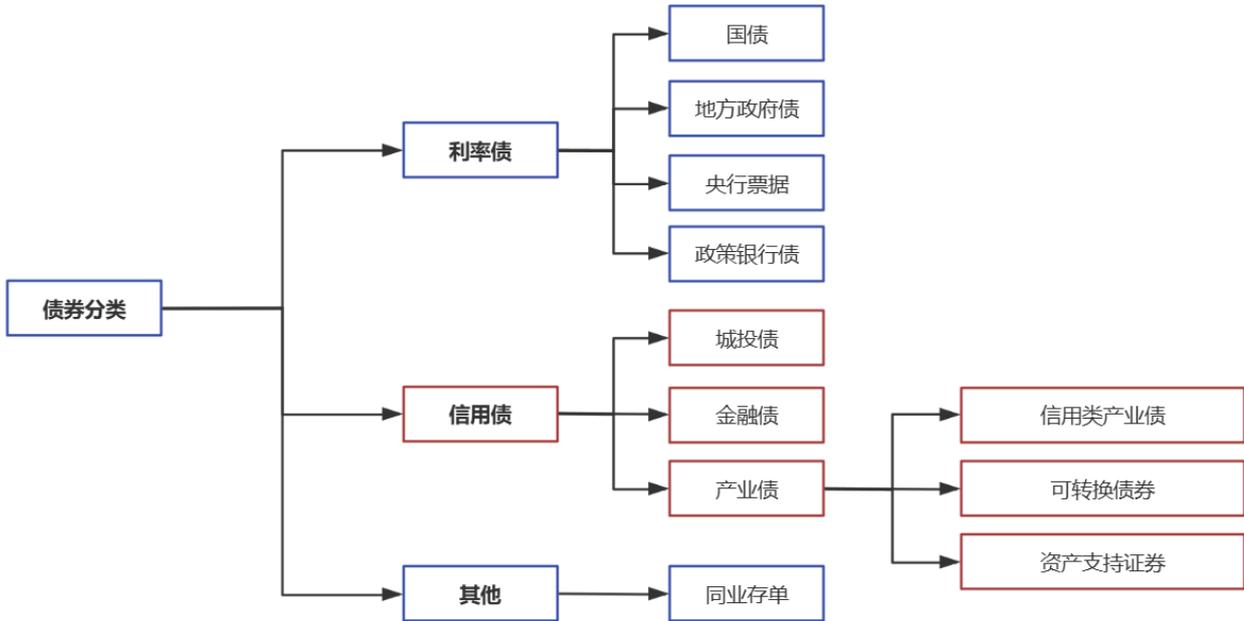
从债券成交金额层面看，机构资金从城投债中退出后转向金融债、产业债、可转债等方向：金融债中商业银行二永债受到市场偏好更为明显；产业债关注重点集中在 AAA 级国企，央企及 AAA 级主体信用债成交金额占比提升，信用下沉现象不明显；发行主体为制造业公司的可转债市场关注度远高于其他行业可转债，市场更加青睐正股表现较好行业的可转债

根据前文的研究，我们发现一揽子化债政策推出后，城投债机构持仓规模下降、机构资金从城投债流出。资金从城投债流出后流向了哪些债券品种？这些品种是否有可能成为城投替代品？为探究上述问题，我们对不同债券品种存量规模及市场成交金额进行研究。

我们将存量债券分为利率债、信用债和其他，利率债主要为国债、地方政府债、央行票据和政策银行债，请务必阅读正文之后的免责声明

信用债根据主体类型分为城投债、金融债和产业债，其中产业债分为信用类产业债、可转债和资产支持证券，其他主要为同业存单。

图 9 债券一级分类为利率债、信用债和其他

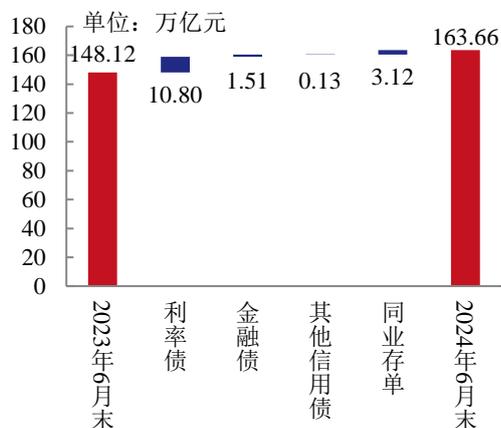


资料来源：中证鹏元整理

近一年债券余额增量几乎全部来自利率债、同业存单和金融债，其他信用债增量占比仅占 0.81%。从债券存量余额来看，全市场债券余额从 2023 年 6 月末的 148.12 万亿元提升至 2024 年 6 月末的 163.66 万亿元，债券市场规模持续扩张。从增量构成来看，利率债存量规模增加 10.80 万亿元，占全市场增量比重的 69.45%，贡献债券余额主要增量，同业存单增量占比为 20.05%，金融债增量占比为 9.69%，上述债券品种 2024 年 6 月末存量余额占比均较 2023 年 6 月末有所提升。此外，占市场存量比重超过 20%的其他信用债（包括城投债、产业债等）同期增量仅为 0.13 万亿元，增量占比仅为 0.81%，本文主要关注信用债这类与城投债相对收益更为匹配的替代品。

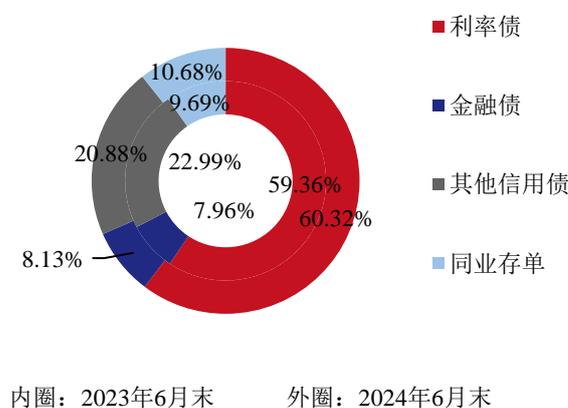
债券供给端“国进民退”和投资端对于安全资产的偏好增强，共同推动利率债存量占比提升。近一年，利率债存量余额大幅增加，增量占比超过其余额占比，一方面反映出债券供给端的“国进民退”；另一方面，投资端商业银行大量配置利率债，尤其是地方政府债，主要系其具备免税优势和相对较低的信用风险，在经济结构转型升级和实体信贷可能持续偏低的背景下，市场对于安全资产的偏好增强，投资者更加倾向于配置利率债以寻求稳定收益看，进一步推升了利率债的存量占比。

图 10 2023 年 6 月以来存量债券增量主要来自利率债



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 利率债、金融债、同业存单存量余额占比提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

由于大类资产余额总量变化较大，可直观体现机构资金流向，而信用债细分债券类型存量规模变化不是非常显著，因此我们从主要债券品种成交金额数据出发研究机构资金从城投债流出后的转投方向，不仅可以反映市场资金流向，还可以反映出市场对于不同债券品种的关注程度。

**近一年债券成交金额呈现先降后升趋势。**从总体成交金额来看，2023 年下半年以来，城投债、金融债、信用类产业债<sup>2</sup>、可转债成交金额呈现先降后升趋势，2023 年下半年月度合计成交金额持续下行，最低降至 2024 年 2 月的 3.78 万亿元，剔除春节因素影响，区间内月度成交金额最低为 2023 年 10 月的 4.23 万亿元。2024 年春节后，债券市场成交回暖，整体成交金额回升至 2024 年 6 月的 5.74 万亿元。剔除 2023 年 7 月后发行的债券后，2023 年 7 月至 2024 年 6 月，债券成交金额大幅下滑，究其原因，主要系新债上市初期市场关注度较高、成交规模较大所致。

**市场成交重心逐步转向金融债和可转债。**从各债券品种成交金额及占比来看，2023 年 7 月至 2024 年 6 月，城投债月度成交金额从 0.97 万亿元降低至 0.73 万亿元，成交金额占比从 16.42%降低至 12.75%；金融债月度成交金额从 1.84 万亿元降低至 1.82 万亿元，基本保持稳定，成交金额占比从 30.92%提升至 31.69%；产业债成交金额占比从 30.44%提升至 31.76%，成交金额绝对值从 1.81 万亿元提升至 1.82 万亿元；可转债成交金额从 1.32 万亿元提升至 1.37 万亿元，成交金额占比从 22.22%提升至 23.81%。整体来看，从 2023 年 7 月至 2024 年 6 月，市场成交重心逐步从城投债转向金融债、产业债和可转债，伴随着一揽子化债政策逐步推行，城投债从发行规模、机构持仓、成交规模等方面都呈现出缩量状态。

<sup>2</sup> 本文研究中产业债剔除了资产支持证券，分为信用类产业债和可转债，下文信用类产业债简称为产业债。  
请务必阅读正文之后的免责声明

图 12 2023 年 7 月以来各债券品种月度成交金额及占比

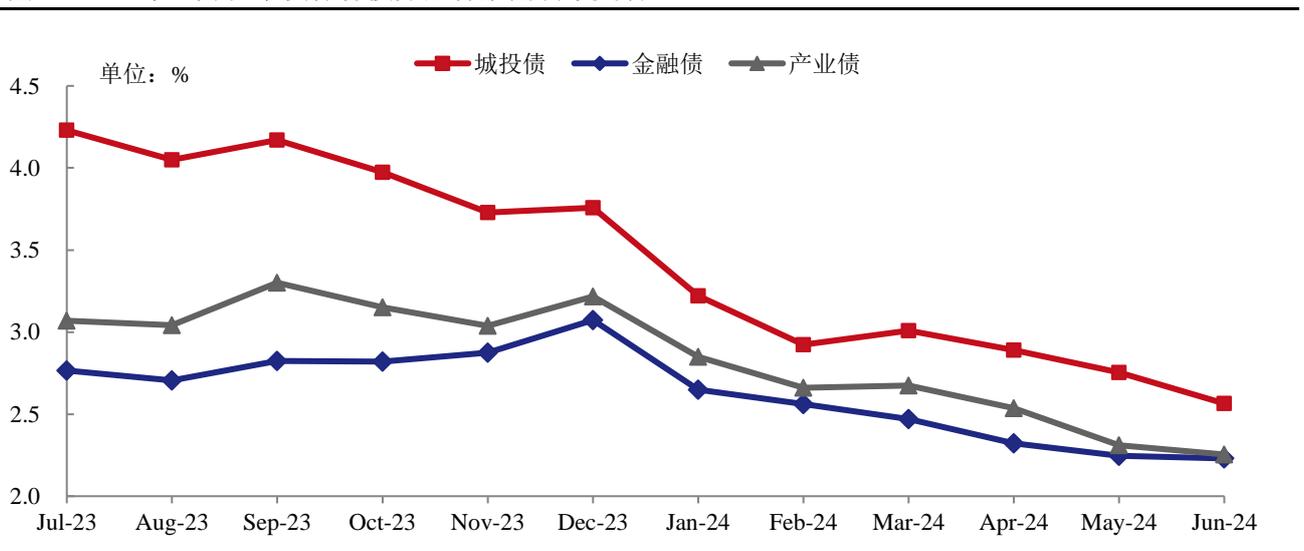
	2024年6月	2024年5月	2024年4月	2024年3月	2024年2月	2024年1月	2023年12月	2023年11月	2023年10月	2023年9月	2023年8月	2023年7月
成交金额 (亿元)												
城投债	7,313.64	7,357.98	9,406.68	10,368.37	5,961.89	10,092.97	10,101.12	10,378.78	8,833.82	11,561.34	11,608.08	9,745.56
金融债	18,179.61	21,298.44	21,723.69	22,514.42	13,444.21	19,202.52	19,578.56	19,595.35	13,579.34	19,777.59	19,553.54	18,357.42
产业债	31,882.58	30,781.47	31,210.53	29,950.01	18,430.40	25,088.53	26,054.91	27,086.66	19,935.16	25,212.87	30,739.82	31,260.25
其中：信用类产业债	18,220.21	17,080.82	21,689.91	21,067.58	11,880.98	17,586.51	17,323.75	17,231.77	13,471.73	16,841.66	17,583.85	18,070.50
可转债	13,662.37	13,700.66	9,520.62	8,882.42	6,549.43	7,502.02	8,731.16	9,854.89	6,463.43	8,371.21	13,155.98	13,189.76
合计	57,375.82	59,437.89	62,340.90	62,832.80	37,836.50	54,384.02	55,734.59	57,060.78	42,348.32	56,551.81	61,901.44	59,363.24
成交金额占比												
城投债	12.75%	12.38%	15.09%	16.50%	15.76%	18.56%	18.12%	18.19%	20.86%	20.44%	18.75%	16.42%
金融债	31.69%	35.83%	34.85%	35.83%	35.53%	35.31%	35.13%	34.34%	32.07%	34.97%	31.59%	30.92%
产业债	55.57%	51.79%	50.06%	47.67%	48.71%	46.13%	46.75%	47.47%	47.07%	44.58%	49.66%	52.66%
其中：信用类产业债	31.76%	28.74%	34.79%	33.53%	31.40%	32.34%	31.08%	30.20%	31.81%	29.78%	28.41%	30.44%
可转债	23.81%	23.05%	15.27%	14.14%	17.31%	13.79%	15.67%	17.27%	15.26%	14.80%	21.25%	22.22%
成交金额 (亿元, 剔除2023年7月后发行)												
城投债	3,037.74	3,654.25	4,031.10	4,771.78	2,984.77	5,438.34	6,367.49	6,825.90	5,498.52	7,987.66	7,771.33	7,976.50
金融债	8,725.19	12,761.77	13,699.80	17,045.90	10,036.89	15,861.15	14,713.56	14,191.17	11,449.37	17,538.72	17,641.14	18,357.27
产业债	16,158.23	16,236.40	13,080.42	14,245.11	9,591.34	13,386.50	15,268.68	16,690.54	12,951.28	17,715.00	20,966.11	26,192.23
其中：信用类产业债	5,080.25	5,696.26	5,813.20	7,366.41	4,476.22	7,538.76	8,956.35	8,871.51	7,425.25	11,282.58	11,155.41	13,879.27
可转债	11,077.99	10,540.14	7,267.21	6,878.70	5,115.11	5,847.74	6,312.33	7,819.02	5,526.03	6,432.41	9,810.70	12,312.96
合计	27,921.16	32,652.42	30,811.32	36,062.80	22,613.00	34,685.99	36,349.73	37,707.61	29,899.17	43,241.38	46,378.58	52,526.00
成交金额占比 (剔除2023年7月后发行债券)												
城投债	10.88%	11.19%	13.08%	13.23%	13.20%	15.68%	17.52%	18.10%	18.39%	18.47%	16.76%	15.19%
金融债	31.25%	39.08%	44.46%	47.27%	44.39%	45.73%	40.48%	37.63%	38.29%	40.56%	38.04%	34.95%
产业债	57.87%	49.72%	42.45%	39.50%	42.42%	38.59%	42.00%	44.26%	43.32%	40.97%	45.21%	49.87%
其中：信用类产业债	18.19%	17.45%	18.87%	20.43%	19.79%	21.73%	24.64%	23.53%	24.83%	26.09%	24.05%	26.42%
可转债	39.68%	32.28%	23.59%	19.07%	22.62%	16.86%	17.37%	20.74%	18.48%	14.88%	21.15%	23.44%

注：城投债为 Wind 统计口径。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

金融债发行利差劣势缩小导致市场对其关注度提升。我们发现，剔除 2023 年 7 月之后发行的债券，2023 年 7 月至 2024 年 6 月，金融债成交金额占比大幅下滑，与剔除前数据结果相差较大。从各债券品种的票面利率来看，2023 年 7 月以来，各类债券票面利率均出现下行，城投债、金融债、产业债平均票面利率下行幅度分别为 167BP、54BP、82BP，2024 年以来城投债和产业债发行利率下行加速，金融债整体票面利率下行幅度较小，导致其与城投债、产业债的发行利差逐步缩窄，城投债、产业债相比金融债的相对收益缩小。在此影响下，2023 年 7 月后发行的债券中，金融债利差劣势的缩小导致其市场关注度提升，在各品种债券中成交金额占比上涨。

图 13 2023 年 7 月以来发行各债券品种票面利率变动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

根据前文的分析，2023年7月以来，市场成交重心逐步从城投债转向金融债和可转债，同时产业债市场成交金额也有所提升。我们认为，上述债券品种或将成为高收益优质城投债稀缺背景下，资金从城投债流出后的配置方向。

### 资金配置方向一：金融债

从金融债成交金额来看，2023年下半年以来，商业银行二永债受到市场偏好更为明显，市场的金融债投资策略更加倾向拉久期

2024年以来，商业银行二永债受到市场偏好更为明显。从市场对于不同类型金融债的偏好来看，商业银行二永债市场成交金额在金融债中长期位于领先地位。2023年下半年，商业银行二永债、证券公司债、保险公司债成交金额占比均有提升，其中商业银行二永债成交金额占金融债成交金额比重从2023年7月的60.00%提升至12月的66.12%。2024年初以来，市场对于金融债的关注重心进一步向商业银行二永债集中，其在金融债中的成交金额占比从2023年12月的66.12%提升至2024年6月的69.86%。随着商业银行二永债成交规模的扩大，商业银行债、证券公司债、保险公司债成交金额占比逐步萎缩，2024年6月政策银行债成交金额规模扩大至其余三类金融债成交规模的2倍以上。

图 14 各类型金融债成交金额占比变化情况

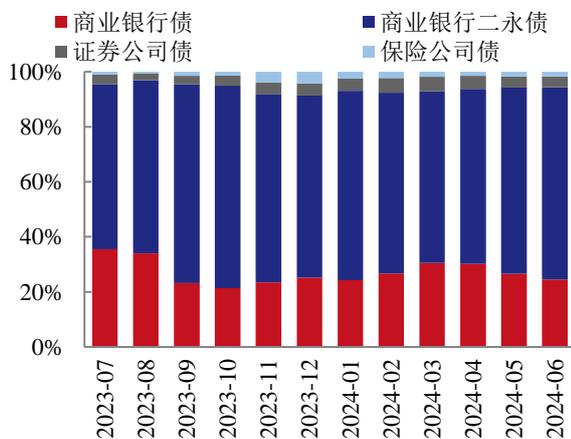
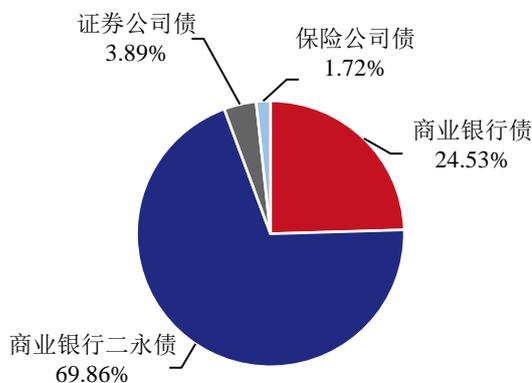


图 15 2024年6月各类型金融债成交金额占比情况



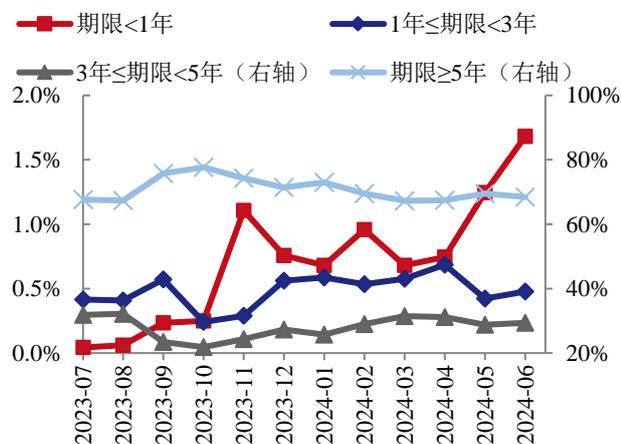
注：金融债分析中已剔除政策银行债。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：金融债分析中已剔除政策银行债。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

市场倾向通过拉久期提升投资收益。2023年7-11月，金融债成交期限波动提升，平均成交期限从6.01年提升至6.84年。2023年12月金融债成交大幅转向1-5年期债券，导致平均成交期限出现断崖式下挫，当月平均成交期限降至6.37年。2024年初，市场对于期限在3年及以上的金融债偏好逐步回暖，成交占比有所提升，久期策略占优。2024年3月，金融债平均成交期限再度出现下挫，此后有所回升，2024年6月金融债平均成交期限为6.20年。整体来看，2023年下半年至今，金融债平均成交期限有所拉长，投资者倾向

于通过久期策略提升投资收益。

图 16 金融债成交期限变化情况



注：金融债分析中已剔除政策银行债。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 17 金融债平均成交期限变化情况



注：金融债分析中已剔除政策银行债。  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

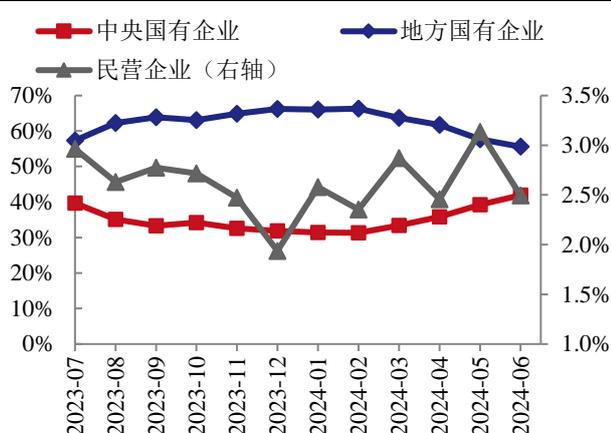
### 资金配置方向二：产业债

产业债关注重点集中在 AAA 级央企，央企及 AAA 级主体产业债成交金额占比提升，信用下沉现象不明显，产业债投资仍相对谨慎，民生相关行业产业债受到投资者青睐

市场重点关注央企和地方国企产业债，央企产业债成交金额占比进一步提升，民企信用债市场关注度有所上行。从不同主体类型信用债成交金额来看，央企和地方国企是市场关注重点，合计成交金额占比长期维持在 96% 以上，一方面由于央企和地方国企信用债发行规模大，另一方面国有企业由于具备政府属性的额外增信，市场对于国有企业信用认可度仍较高。2024 年以来，央企信用债成交金额占比提升较为明显，从 1 月的 31.38% 提升至 6 月的 41.92%，民营企业信用债成交金额占比呈现波动上行趋势，反映出在“资产荒”背景下，市场对于收益率较高的民企信用债关注度有所提升。

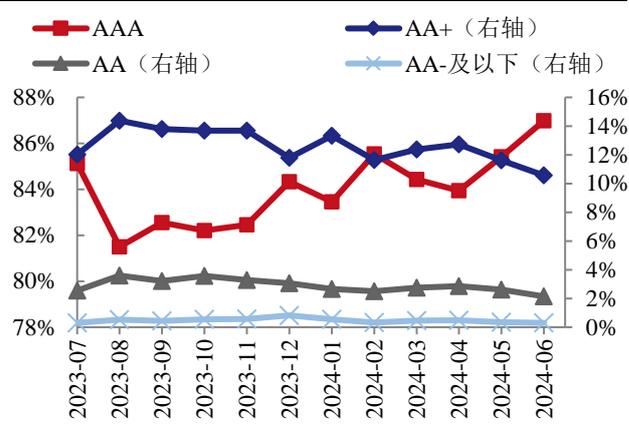
AAA 主体产业债成交金额占比稳步提升，信用下沉现象不明显。从不同主体评级产业债成交情况看，主体为 AAA 级别的产业债成交规模维持高位且成交金额占比波动上行，投资者对信用状况良好的主体发行的产业债仍有较高偏好，且在当前“资产荒”背景下，并未出现显著的通过信用下沉保障收益的投资方向，对于低风险信用债的认可度仍较高，产业债投资仍较为谨慎。

图 18 不同主体类型产业债成交金额占比变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 19 不同主体评级产业债成交金额占比变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国有企业经营的民生相关行业产业债受到投资者青睐。从不同行业产业债成交金额情况看，产业债成交规模行业分布较为均衡，但市场成交重心更偏向电力、热力、燃气及水生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业、综合等行业，上述行业与民生息息相关，通常为央企或地方国有企业经营，同样反映出投资者对于央企和地方国有企业产业债的关注。从行业成交金额占比变动来看，2023年7月至2024年6月，采矿业、交通运输、仓储和邮政业、金融业成交规模占比显著提升。

图 20 不同行业产业债成交金额占比情况

行业	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
采矿业	8.44%	6.29%	6.12%	6.55%	7.84%	8.37%	10.02%	8.40%	6.57%	7.65%	6.33%	6.06%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	15.20%	14.07%	13.34%	11.69%	10.76%	12.98%	13.35%	12.61%	13.24%	15.07%	14.33%	17.26%
房地产业	4.75%	8.19%	6.26%	5.49%	6.81%	6.53%	5.19%	5.70%	4.98%	4.89%	6.00%	6.27%
建筑业	8.39%	7.42%	8.59%	8.68%	8.88%	6.66%	7.93%	8.92%	9.82%	8.82%	9.44%	7.85%
交通运输、仓储和邮政业	16.63%	14.07%	13.47%	14.49%	14.73%	16.03%	15.55%	15.51%	16.68%	15.88%	13.70%	14.08%
金融业	10.45%	9.04%	8.27%	8.38%	7.28%	8.21%	8.05%	7.05%	7.18%	7.03%	7.87%	7.45%
批发和零售业	3.93%	4.39%	5.31%	5.36%	4.62%	4.21%	4.29%	4.20%	4.17%	5.23%	4.82%	4.27%
制造业	11.39%	14.28%	14.53%	14.49%	16.50%	12.43%	11.78%	13.78%	14.44%	11.52%	12.50%	13.93%
综合	18.59%	19.67%	21.48%	22.21%	20.51%	21.80%	20.65%	20.98%	20.27%	21.60%	22.11%	20.44%
其他行业	2.24%	2.59%	2.62%	2.66%	2.07%	2.77%	3.17%	2.85%	2.64%	2.31%	2.90%	2.39%

注：产业债按照证监会门类行业进行分类，其他行业包括居民服务、修理和其他服务业、科学研究和技术服务业、农林牧渔业、水利、环境和公共设施管理业、文化、体育和娱乐业、信息传输、软件和信息技术服务业、卫生和社会工作、住宿和餐饮业。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 资金配置方向三：可转债

发行主体为制造业公司的可转债市场关注度远高于其他行业可转债，同时由于可转债兼具债权和股权属性，市场更多关注正股表现较好行业的可转债

发行主体为制造业公司的可转债市场关注度远高于其他行业可转债。从不同行业可转债成交金额占比情况看，发行主体为制造业公司的可转债成交金额占比远高于其他行业，一方面因为制造业可转债发行规

模较大，另一方面反映出市场，尤其是机构投资者对于制造业可转债的关注程度较高。

**市场更多关注正股表现较好行业的可转债。**从不同行业可转债成交金额占比的变动情况来看，从 2023 年 7 月至 2024 年 6 月，市场关注重心逐步从农林牧渔、科技、批发零售等行业转向采矿业、公用事业等行业。由于可转债同时具有债权属性与股权属性，持有收益来源于债券利息、债券资本利得、转股溢价及转股后正股资本利得，因此可转债行情与正股市场表现存在一定联动。从各行业股票市场表现看，2024 年上半年由于对于美联储降息预期的强化及全球制造业复苏预期，有色金属行业整体上行，带动采矿业可转债市场关注度提升；在市场整体下行背景下，水利、环境和公共设施管理业与剔除异常值后的高股息公用事业行业市场表现突出，带动相关行业可转债成交金额占比上行。

图 21 不同行业可转债成交金额占比情况

行业	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
采矿业	2.10%	4.52%	2.88%	2.69%	3.38%	2.00%	1.09%	0.80%	0.94%	1.33%	0.88%	1.53%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	0.86%	0.76%	1.21%	1.16%	1.43%	2.23%	1.19%	0.81%	0.93%	1.03%	1.31%	0.73%
建筑业	2.87%	1.14%	2.68%	1.50%	4.33%	9.05%	2.47%	2.16%	2.71%	3.35%	2.29%	4.58%
交通运输、仓储和邮政业	0.85%	1.92%	1.48%	2.28%	5.05%	4.87%	3.57%	1.57%	1.16%	1.04%	0.87%	0.62%
教育	0.80%	0.17%	0.21%	1.29%	0.43%	0.22%	0.29%	0.88%	0.76%	0.67%	0.80%	0.37%
金融业	3.05%	3.85%	4.41%	3.65%	6.14%	7.01%	4.90%	3.87%	4.24%	5.05%	7.47%	4.41%
科学研究和技术服务业	1.51%	1.20%	0.90%	0.41%	0.80%	0.65%	0.54%	1.27%	2.43%	0.70%	1.47%	2.18%
农、林、牧、渔业	0.88%	1.37%	0.77%	1.01%	0.99%	0.88%	0.84%	0.50%	1.05%	0.43%	0.42%	1.36%
批发和零售业	4.26%	1.78%	6.20%	12.19%	3.28%	3.11%	5.11%	8.27%	8.27%	8.13%	8.69%	4.37%
水利、环境和公共设施管理业	3.71%	4.06%	1.09%	0.75%	1.03%	0.85%	0.54%	0.56%	0.57%	1.09%	3.01%	1.09%
文化、体育和娱乐业	0.24%	0.06%	0.09%	0.20%	0.16%	0.22%	0.27%	0.45%	0.08%	0.11%	0.09%	0.15%
信息传输、软件和信息技术服务业	4.94%	2.88%	4.32%	9.21%	9.01%	7.38%	14.75%	8.73%	4.70%	7.09%	7.98%	8.90%
制造业	73.94%	76.29%	73.76%	63.66%	63.98%	61.53%	64.43%	70.12%	72.17%	69.98%	64.72%	69.71%

注：可转债按照证监会门类行业进行分类。电力、热力、燃气及水生产和供应业整体可转债样本量较少，某一支债异常值对行业整体影响较大，其中新港转债（111013.SH）2023 年 5 月上市，同年 7 月成交金额 337 亿元，达到同行业其他所有可转债成交金额的 3 倍以上，故剔除其 2023 年 7 月至 2024 年 6 月数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 22 各行业指数涨跌幅情况（单位：%）

行业分类（申万一级）	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
农林牧渔	-11.01	4.33	-0.75	2.64	5.57	-13.22	-1.36	2.71	0.41	-2.55	-8.18	5.60
基础化工	-9.06	-1.46	4.51	2.34	9.24	-16.12	-1.51	-1.53	-0.98	-0.97	-6.13	3.91
钢铁	-9.78	-2.22	1.92	0.14	6.72	-6.92	-3.63	-1.81	-0.75	0.80	-6.71	8.61
有色金属	-7.33	-0.28	2.40	12.50	9.96	-12.25	2.28	-3.33	-0.92	-0.92	-7.81	5.23
电子	3.19	-1.25	-0.35	1.07	16.44	-23.91	-1.23	0.75	4.43	-1.34	-4.98	-0.82
家用电器	-5.54	-4.00	8.50	2.36	9.88	-1.96	-0.27	-0.49	-3.58	0.15	-5.09	0.71
食品饮料	-11.78	-3.67	0.78	1.56	8.64	-10.16	-5.01	0.50	-2.54	-2.24	-5.85	9.24
纺织服装	-11.49	-1.61	-1.43	4.99	2.71	-9.97	-1.34	0.97	-1.91	1.03	-5.31	3.91
轻工制造	-11.84	-2.35	-0.95	3.90	5.22	-13.98	-2.99	0.48	-2.33	-0.86	-5.22	5.60
医药生物	-8.67	-4.23	2.62	-2.27	10.50	-18.59	-4.60	2.89	1.87	4.30	-4.76	-0.91
公用事业	0.73	3.15	1.30	3.56	3.53	-0.96	0.33	0.37	-0.84	-0.82	-4.50	-2.13
交通运输	-4.37	2.37	2.44	1.01	4.99	-2.83	-3.65	0.99	-2.34	-0.84	-7.93	5.56
房地产	-13.47	6.14	-4.26	-3.78	2.28	-8.06	-6.37	-1.48	-7.27	-5.49	-6.93	14.16
商贸零售	-12.34	-4.63	-3.42	0.37	4.25	-10.75	-6.34	2.03	-5.11	-0.16	-10.09	10.22
社会服务	-12.61	-4.02	-2.30	2.08	6.40	-14.68	-5.16	5.62	-8.12	-3.71	-7.29	2.92
综合	-14.74	-4.66	-8.55	5.50	0.08	-15.07	0.28	1.87	-1.33	0.53	-7.72	3.85
建筑材料	-9.13	0.30	1.01	-1.67	4.36	-8.64	-3.97	-4.45	-6.78	-1.92	-6.45	10.16
建筑装饰	-4.95	-0.14	-2.15	1.10	1.41	-3.55	-1.37	-1.75	-5.64	-0.91	-10.17	6.06
电力设备	-10.53	-0.57	-0.77	3.72	10.22	-16.32	0.24	-4.35	-5.40	-5.71	-8.33	-2.45
国防军工	-3.79	1.83	-2.00	4.41	12.87	-20.49	-1.83	0.58	-2.40	-1.45	-3.90	-4.34
计算机	-6.61	-6.98	-3.37	-0.48	17.78	-23.65	-1.98	2.59	-3.80	-4.26	-3.72	-4.21
传媒	-8.64	-7.78	-5.23	1.50	14.82	-15.47	-2.75	6.00	-5.99	-7.63	-1.12	-7.57
通信	2.92	-6.13	1.50	4.25	19.52	-15.19	0.18	2.58	-9.09	0.70	-3.92	-7.66
银行	-2.00	2.96	4.86	-0.21	4.39	6.17	-0.43	-2.40	-3.90	2.79	-6.45	5.55
非银金融	-6.07	-1.44	2.31	-6.16	6.45	-3.38	-3.17	-3.39	-1.99	-1.81	-5.98	14.41
汽车	-2.79	-3.54	2.56	4.61	13.64	-15.39	-5.93	2.74	2.41	0.47	-7.23	5.74
机械设备	-6.88	-2.20	-0.61	3.61	12.95	-17.90	-1.16	4.40	-5.91	1.11	-5.59	-1.74
煤炭	-5.54	6.33	0.91	-3.72	7.57	6.67	0.34	7.06	-3.01	9.61	-2.09	-1.92
石油石化	-2.02	-1.32	0.92	6.01	5.60	-1.22	-0.79	-0.73	-5.38	3.49	-3.34	4.34
环保	-9.38	-1.04	1.03	4.93	1.15	-11.98	-3.88	1.34	-2.47	-2.29	-3.86	2.92
美容护理	-8.92	-3.69	-0.19	-1.24	14.43	-13.35	-4.12	-2.95	-8.16	-6.56	-4.95	3.67

资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 三、结论和建议

根据上述研究，我们可以做出以下总结：

- （1）一揽子化债以来，优质高收益资产荒持续演绎，机构持仓从城投债中流出已成定局。2023年7月一揽子化债政策推出以来，城投债供给明显缩量，优质高收益资产愈发稀缺，城投债高倍数认购热度持续。资产荒背景下，机构资金、尤其是银行理财资金加速从城投债中流出寻找可替代的“稳健”、高收益资产。
- （2）债券发行端“国进民退”和投资端偏好安全资产共同推动利率债存量占比提升。近一年，利率债存量规模增加 10.80 万亿元，贡献同期全市场债券主要增量，主要系债券供给端“国进民退”，以及投资端出于对免税优势和低风险的偏好，大量配置利率债。
- （3）城投债机构持仓向江苏、浙江、山东等省份进一步集中。从 2023 年 6 月末至 2024 年 3 月末，江苏、浙江、山东三省城投债机构持仓合计占比从 49.89% 提升至 53.24%，投资机构持有城投债地区集中度进一步提升，且大量资金涌入江苏。
- （4）商业银行二永债、高等级产业债、正股表现较好行业的可转债或将成为机构资金从城投债中流出后的“容身之所”。从债券成交金额看，随着城投债市场成交金额的萎缩，金融债、产业债、可转债成交金额逐步扩大，资产荒背景下，投资者对商业银行二永债、AAA 评级产业债、正股市场表现好的可转债关注

请务必阅读正文之后的免责声明

度较高，上述资产或有可能成为机构资金从城投债流出后的配置重心，投资者可以根据市场资金流向在择券时对上述领域多加关注。

**（5）原本主要覆盖城投的投资机构可以跟随市场关注重点提前布局。**随着机构资金的转向，金融债、产业债、可转债及相关主体或将产生增量信评需求，原本主要覆盖城投的信评人员可以根据机构资金流动方向，提前进行评级方法及模型的搭建和细化。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

---

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-89102569 传真：
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140