

债券收益稳定性较好，博弈阶段避免过度下沉

——2025年4月高收益债策略月报



本期要点

■ 策略建议：债券收益稳定性较好，市场博弈阶段避免过度下沉

4月债市表现相对稳定、收益为正，展望后市，在外部不确定性加大的环境下，综合稳定性和票息投资价值来看，配置信用债仍有较好性价比，可以考虑适度布局高息资产。也需注意，目前市场对基本面和增量政策博弈仍在持续，或加大市场波动，尤其是尾部主体仍面临重定价风险，仍需注意聚焦基本面，加大精细择券，做好仓位控制。

➤ **高收益城投债：**目前“控增化存”政策主基调下，各地积极利用化债政策工具推进隐性债务化解，化债与发展并举的思路延续。在化债窗口期内，城投短期仍有安全边际，短久期投资策略仍有适用性；考虑到各地债务化解进度表现分化，也需关注区域化债及转型进度，适度规避此轮调整中净价指数跌幅较大、非标负面舆情频繁出现的区域，警惕弱区域估值波动加大风险，避免过度下沉。

➤ **高收益地产债：**近期稳地产仍是政策主线，5月以来公积金贷款利率下调、LPR下调等进一步减轻居民购房压力，金融监管总局也表示将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，着力促进房地产市场止跌回稳。目前房地产市场仍在底部运行，市场修复仍需时间。4月高收益地产债指数有明显上涨，但地产债估值弹性和价格波动较大，在基本面缺乏实质性改善基础上建议谨慎参与，并持续跟踪未出险房企融资及信用修复情况，规避市场大幅波动带来的风险。

■ 指数表现：净价指数转为上涨，民企表现有所改善

CCXI高收益债券被动型净价指数转为上涨，4月30日CCXI高收益债券被动型净价指数为99.75，较上月末上涨0.215%。分类别看：

- **主体视角：**城投、非城投国企指数有所下跌，跌幅分别为0.149%、0.229%；非国有企业指数明显上涨、涨幅为4.552%；
- **区域视角：**各区域净价指数多数下跌，其中，湖南、江苏、广西区域净价指数分别下跌0.251%、0.245%、0.242%，跌幅相对较大；
- **行业视角：**多数重点行业净价指数有所下跌，其中煤炭、有色金属行业净价指数跌幅较大；而房地产、轻工制造、化工、批发和零售业行业净价指数较上月有所上涨。

■ 市场运行：4月新发行1只高收益债，债券交投持续低迷

- **发行情况：**4月仅发行1只高收益债，发行规模4亿元，主体评级AA+级。
- **成交情况：**高收益债成交150.64亿元，较上月减少32.16亿元，涉及142家主体，占狭义信用债成交规模的1.14%，日均成交5.02亿元，较上月减少1.07亿元，市场交投整体较为低迷；10%及以上的尾部成交规模为12.33亿元，占高收益债成交规模的比重为8.19%，较3月下降3.05个百分点；50元以下的低价成交规模占比环比增加0.36个百分点至1.23%，多数为违约地产债；高收益债以低于估价净价成交为主，净价偏离度绝对值在2%及以上规模占比为3.14%，环比减少3.95个百分点。



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

卢菱歌 lglu@ccxi.com.cn

郝云龙 ylhao@ccxi.com.cn

谭畅 chtan@ccxi.com.cn

联系人：

中诚信国际研究院 院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【高收益债2025年一季度回顾及下阶段展望】高息资产稀缺性凸显，聚焦风险收益平衡精细化择券，2025-1-23

【高收益债策略2月报】信用债配置性价比仍存，关注地产债信用修复，2025-3-21

【高收益债策略1月报】城投短期仍有安全边际，把握防御与收益间平衡，2025-2-25

【高收益债2024年回顾及下阶段展望】市场规模收缩分化趋势明显，结构性机会尚有可为，2025-1-23

【高收益债策略11月报】城投短期风险无虞，把握结构性投资机会，2024-12-16

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731；

gzhaoh@ccxi.com.cn

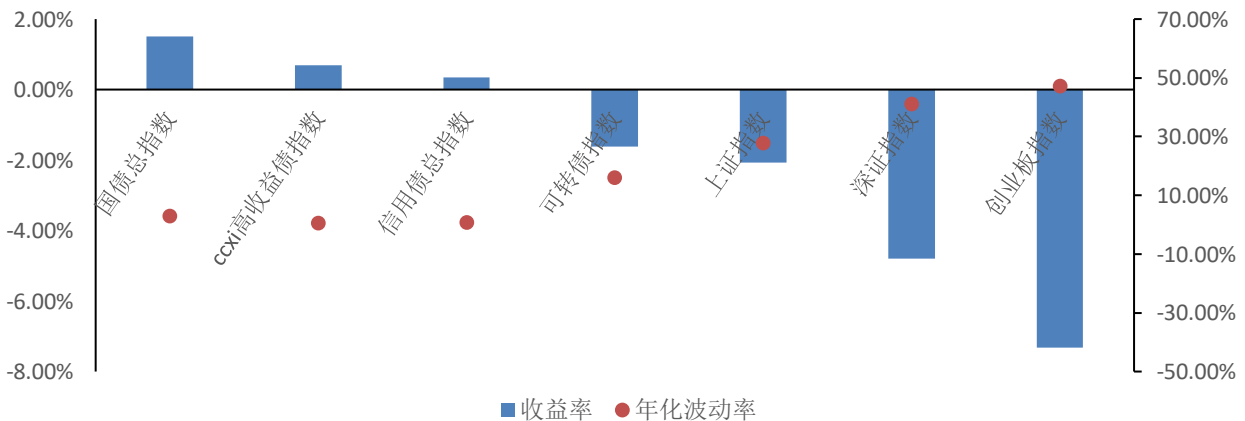
www.ccxi.com.cn

2025 年 4 月央行净投放资金 7692 亿元，流动性投放力度加大，呵护资金面意图明显，资金价格全面下行；**利率债**方面，国债和国开债收益率全面下行，其中 10 年期国债收益率下行 19bp 至 1.62%，降至阶段性低点；**信用债**方面，信用债发行规模和净融资情况改善，二级市场收益率以下行为主，信用利差走势分化；**高收益债¹**方面，二级市场交投继续降温，CCXI 高收益债券被动型净价指数²较上月末上涨 0.215%。

■ 策略建议：债券收益稳定性较好，市场博弈阶段避免过度下沉

4 月股票与债券市场表现分化，中美关税摩擦升级推动避险情绪升温，更多资金流向避险资产，债市表现相对稳定、收益为正，而股票市场明显走低。从资产的具体表现来看，4 月创业板指数、深证综指、上证指数、可转债指数均有不同程度的下跌，跌幅在 2%-7% 之间，波动率也相对较大；债券市场主要指数收益均为正，波动率处于较低水平。**展望后市**，在外部不确定性加大的环境下，综合稳定性和票息投资价值来看，配置信用债仍有较好性价比，可以考虑适度布局高息资产。也需注意，央行降准降息释放维稳流动性的积极信号，但中美关税博弈阶段性缓和也扰动债券市场，目前市场对基本面和增量政策博弈仍在持续，或加大市场波动，尤其是尾部主体仍面临重定价风险，仍需注意聚焦基本面，加大精细择券，做好仓位控制。

图 1：4 月股票和债券市场主要资产表现



数据来源：choice，中诚信国际研究院整理

高收益城投债方面，目前“控增化存”政策主基调下，各地积极利用化债政策工具推进隐性债务化解，“退平台”及城投企业产业化转型提速，化债与发展并举的思路延续。但也需注意，融资政策收紧对城投企业新增融资形成制约，各地债务化解进

¹ 本报告定义的高收益债券范围包括发行时票面利率或交易日加权平均到期收益率在 6% 及以上的信用债。

² 中诚信国际研究院为跟踪高收益债券市场走势，构建 CCXI 高收益债券被动型净价指数系列，该指数系列包含全样本、分企业性质、分行业、分区域等多种净价指数，指数基期为 2018 年 1 月 2 日，基期点位为 100。

度也表现分化。一方面，“控增”思路下城投债新发难度加大，“借新还旧”仍是城投债发行的主要用途，弱资质、弱区域企业融资仍面临难度，存量城投债尤其是高收益城投债规模萎缩；另一方面，各地化债政策落地速度存在分化，部分区域已逐步达到“退重点省份”标准，但有些区域在压降高息债务、置换非标债务等方面存在难度，且个别省份城投非标风险仍在释放。整体来看，在化债窗口期内，城投短期仍有安全边际，短久期投资策略仍有适用性；但也需关注区域化债及转型进度，适度规避此轮调整中净价指数跌幅较大、非标负面舆情频繁出现的区域，警惕弱区域估值波动加大风险，避免过度下沉。

高收益地产债方面，5月以来公积金贷款利率下调、LPR下调等进一步减轻居民购房压力，从需求侧稳楼市、稳信心，促进房地产市场止跌回稳；同时月初国新办发布会上金融监管总局也表示将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括优化房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法以及指导金融机构继续保持房地产融资稳定，稳地产仍是政策主线。不过房地产市场仍在底部运行，1-4月新建商品房销售面积下降2.8%；4月份，70个大中城市中，各线城市的商品住宅销售价格仍同比下降，市场修复仍需时间。4月高收益地产债指数有明显上涨，但地产债估值弹性和价格波动较大，在基本面缺乏实质性改善基础上建议谨慎参与，并持续跟踪未出险房企融资及信用修复情况，规避市场大幅波动带来的风险。

■ 指数表现：净价指数转为上涨，民企表现有所改善

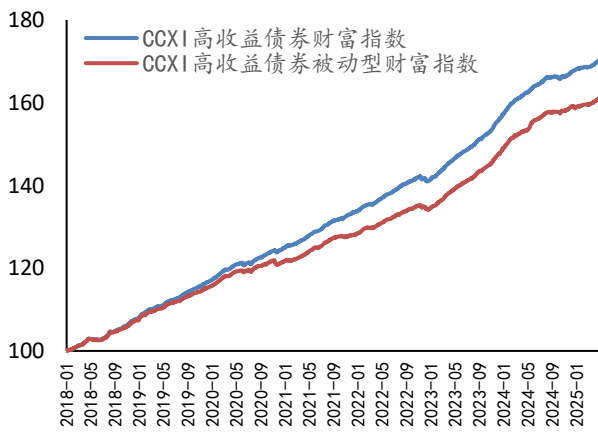
从财富指数看，截至4月末CCXI高收益债券财富指数³为170.43，较上月末上涨0.773%，同期CCXI高收益债券被动型财富指数⁴上涨0.727%。从净价指数看，4月30日CCXI高收益债券被动型净价指数为99.75，较上月末上涨0.215%。

图 2：CCXI 高收益债券财富指数

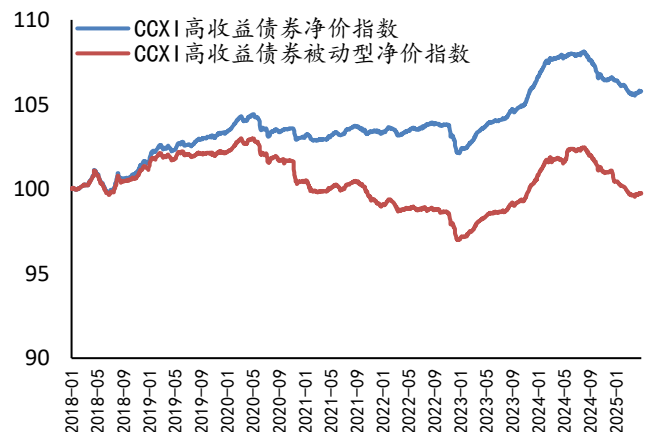
图 3：CCXI 高收益债券净价指数

³ 中诚信国际研究院依托对高收益债券市场的跟踪研究，构建CCXI高收益债券财富指数，该指数依托量化模型构建高收益债组合并弱化违约风险影响，提升组合风险调整后收益，以2018年1月2日为基期，基期指数点位为100。

⁴ 中诚信国际研究院为跟踪高收益债券市场走势，构建CCXI高收益债券被动型财富指数，指数以2018年1月2日为基期，基期点位100。



数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理



数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

➤ 主体视角：不同类型企业表现分化，民企净价指数进一步上涨

分主体性质来看，4月各类别企业净价指数仍表现分化，城投、非城投国企、非国有企业净价指数分别为105.51、98.18、67.96，与上月相比，城投、非城投国企指数有所下跌，跌幅分别为0.149%、0.229%；非国有企业指数明显上涨、涨幅为4.552%。

表1：CCXI高收益债净价指数分主体性质涨跌情况

	2025-04-30 点位	4月涨跌幅	2025年以来涨跌	2018年以来涨跌
非国有企业	67.96	4.552%	3.885%	-32.041%
城投	105.51	-0.149%	-1.041%	5.513%
非城投国企	98.18	-0.229%	-1.021%	-1.816%

数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

➤ 区域视角：区域指数多数下跌，湖南、江苏等地跌幅较大

高收益城投债方面，从重点区域⁵净价指数运行情况来看，各区域净价指数多数下跌。其中，湖南、江苏、广西区域净价指数分别下跌0.251%、0.245%、0.242%，跌幅相对较大。

表2：CCXI高收益债净价指数城投重点区域涨跌情况

	2025-04-30 点位	4月涨跌幅	2025年以来涨跌	2018年以来涨跌
贵州	108.58	0.057%	-0.594%	8.584%
广西	107.69	-0.242%	-1.151%	7.695%

⁵ 结合存量规模及成交量，构建高收益城投债前十大重点区域净价指数。

山东	106.28	-0.146%	-0.885%	6.278%
湖南	105.76	-0.251%	-1.248%	5.759%
重庆	105.73	-0.179%	-1.132%	5.730%
四川	105.28	-0.125%	-1.104%	5.280%
云南	103.92	0.103%	-0.410%	3.916%
天津	103.29	-0.084%	-1.147%	3.290%
江苏	102.70	-0.245%	-1.259%	2.702%
浙江	99.04	-0.194%	-1.134%	-0.956%

数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

► 行业视角：行业净价指数以下跌为主，房地产涨幅较大

高收益产业债方面，从重点行业⁶净价指数运行情况来看，多数重点行业净价指数有所下跌。具体来看，房地产、轻工制造、化工、批发和零售业等行业净价指数较上月有所上涨，其中房地产行业净价指数上涨幅度最大，涨幅为5.300%；其余行业净价指数均有不同程度下跌，其中煤炭、有色金属行业净价指数分别较上月末下跌0.299%、0.155%，表现靠后。

表3：CCXI高收益债净价指数产业重点行业涨跌情况

	2025-2-28 点位	2月涨跌幅	2025年以来涨跌	2018年以来涨跌
轻工制造	102.16	0.093%	-1.181%	2.165%
有色金属	98.66	-0.155%	-0.793%	-1.340%
化工	98.19	0.561%	-0.033%	-1.806%
金融	96.34	-0.019%	-0.786%	-3.656%
建筑	94.04	-0.096%	-1.325%	-5.964%
综合	92.62	-0.152%	-0.861%	-7.384%
煤炭	91.73	-0.299%	-0.376%	-8.272%
交通运输	83.92	-0.120%	-1.308%	-16.080%
房地产	62.88	5.300%	4.751%	-37.122%
批发和零售业	59.73	0.022%	-0.747%	-40.266%

数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

⁶ 结合存量规模及成交量，构建高收益产业债前十大重点行业净价指数。

■ 市场运行：新发行 1 只高收益债，债券交投持续低迷

一级市场，4 月仅新增 1 只高收益债，高票息债券较少。二级市场，高收益债成交 150.64 亿元，较上月减少 32.16 亿元，涉及 142 家主体，占狭义信用债成交规模的 1.14%，日均成交 5.02 亿元，较上月减少 1.07 亿元，市场交投整体较为低迷；10% 及以上的尾部成交规模为 12.33 亿元，占高收益债成交规模的比重为 8.19%，较 3 月下降 3.05 个百分点；50 元以下的低价成交规模占比环比增加 0.36 个百分点至 1.23%，多数为违约地产债；高收益债以低于估价净价成交为主，净价偏离度绝对值在 2% 及以上规模占比为 3.14%，环比减少 3.95 个百分点。

➤ 发行情况：新发高收益债较少，发行规模处于低位

4 月有 1 只新发高收益债券，发行规模为 4 亿元，发行人为东阳光集团，主体评级为 AA+ 级，信用利差为 454bp。

表 4：新发行高收益债券

发行人简称	债券简称	票面利率(%)	信用利差(BP)	发行规模(亿)	发行期限(年)	发行/承销方式	券种	主体评级	分类
东阳光	25 东阳光 SCP004	6.00	454	4.00	0.7397	公募	超短期融资债券	AA+	非国有企业

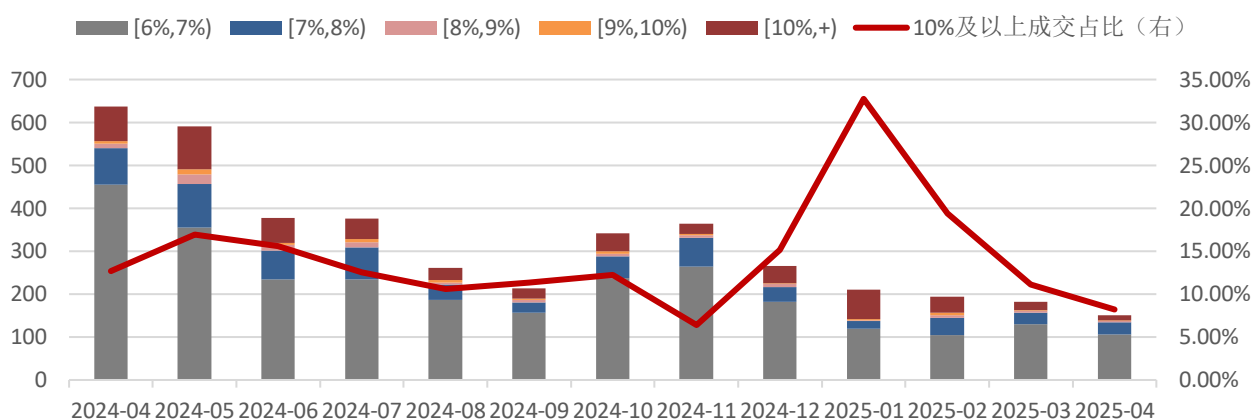
数据来源：choice, 中诚信国际研究院整理

➤ 成交情况：市场交投持续低迷，低估价成交占比下降

1. 成交情况：城投交易降温，尾部交易活跃度降低

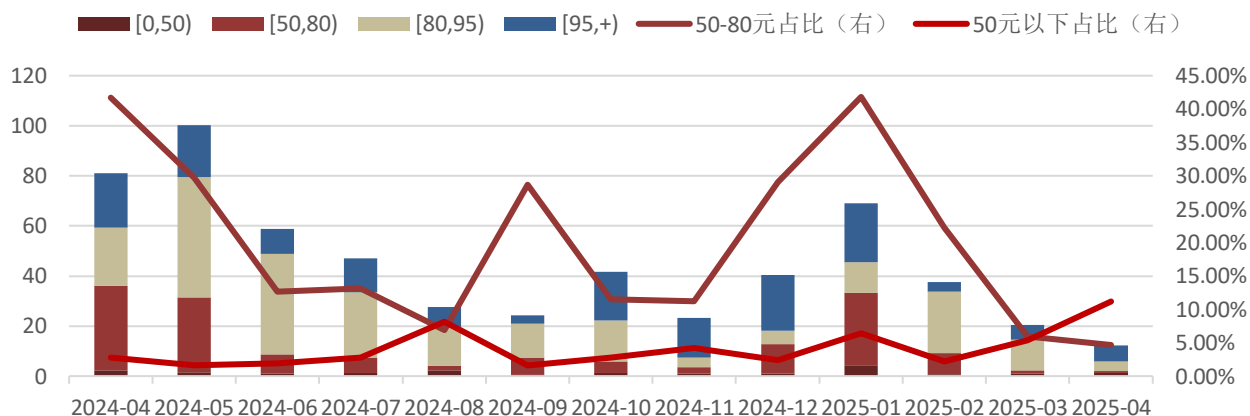
结合主体类型及行业看，**城投**主体成交 120.58 亿元，环比减少 16.2%，占高收益债成交的比例为 74.26%，较 3 月减少 4.33 个百分点；从区域分布来看，贵州、山东、湖南成交活跃，分别为 34.93 亿元、27.56 亿元、10.94 亿元，合计占高收益城投债成交规模的 60.90%，其中**遵义道桥**、**邹城城资**、**双龙开投**成交规模均超 5 亿元，交易规模相对较大；收益率在 10% 及以上的尾部成交规模为 2.04 亿元，占比降至 1.69%，较上月减少 1.72 个百分点。**非城投国企**成交 33.87 亿元，环比增加 8.11%，其中**万科**成交规模靠前，为 16.75 亿元；尾部成交 8.34 亿元，均来自**万科**，占比较上月减少 15.21 个百分点至 24.63%。**非国有企业**成交 7.92 亿元，环比增加 0.5%，其中**房地产**、**批发和零售业**分别成交 3.55 亿元、2.38 亿元；分企业来看，**东阳光**成交规模较大，为 1.8 亿元，其余企业成交规模均不超过 1 亿元；尾部成交 1.95 亿元，占比降至 24.64%，主要来自**碧桂园**。

图 4：高收益债成交收益率分布（亿元）



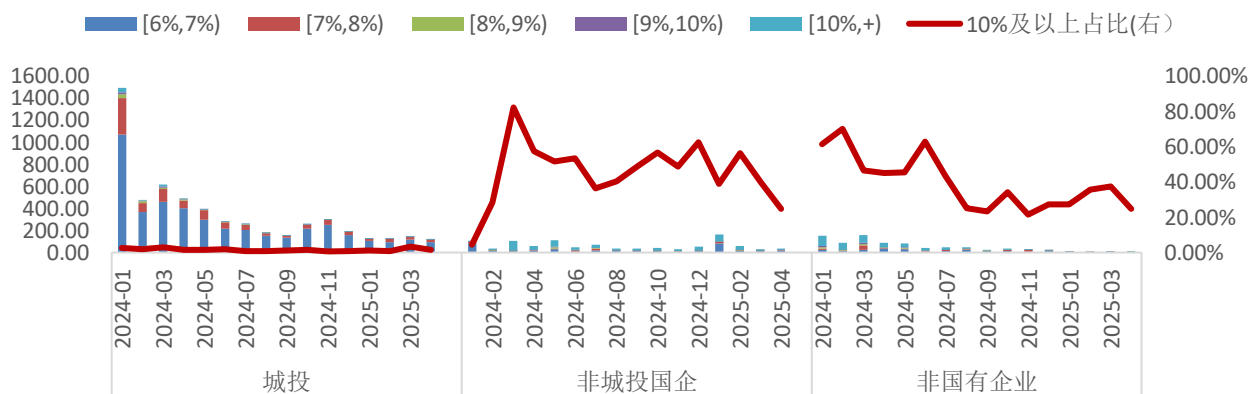
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图5：成交收益率10%以上的高收益债净价分布（亿元）



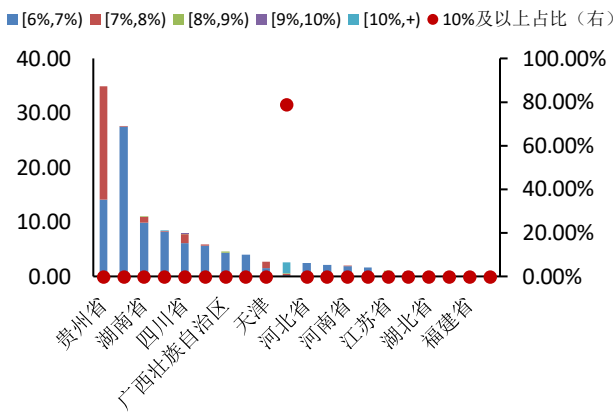
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图6：各类高收益债主体成交收益率情况（亿元）



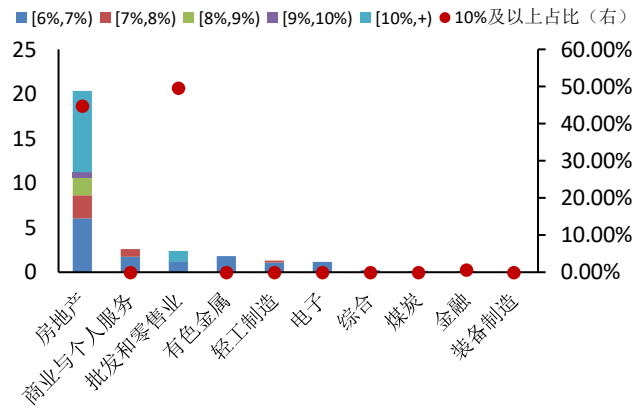
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图 7：4 月高收益城投债成交区域分布(亿元)



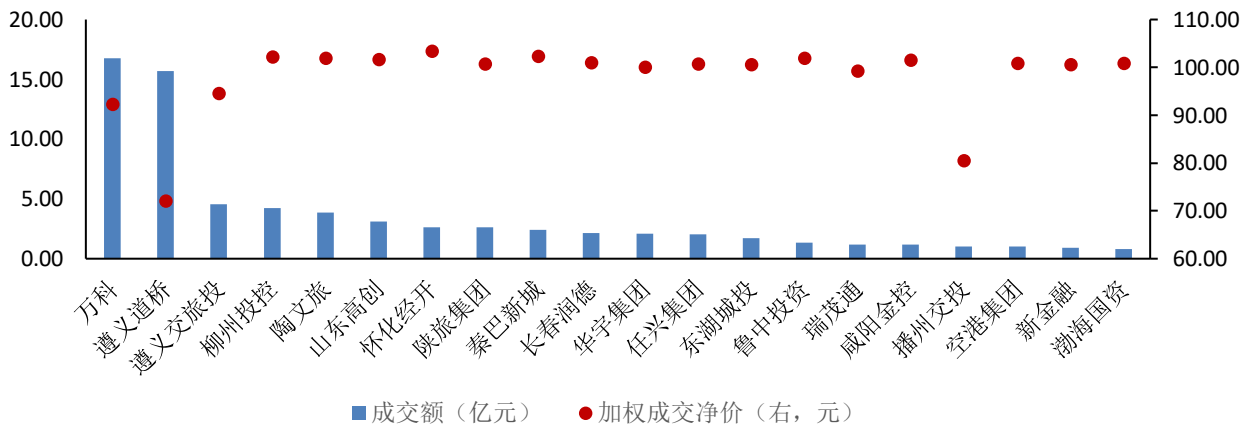
数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

图 8：4 月高收益产业债成交行业分布(亿元)



数据来源：大智慧，中诚信国际研究院整理

图 9：4 月高收益债成交规模前二十主体



数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

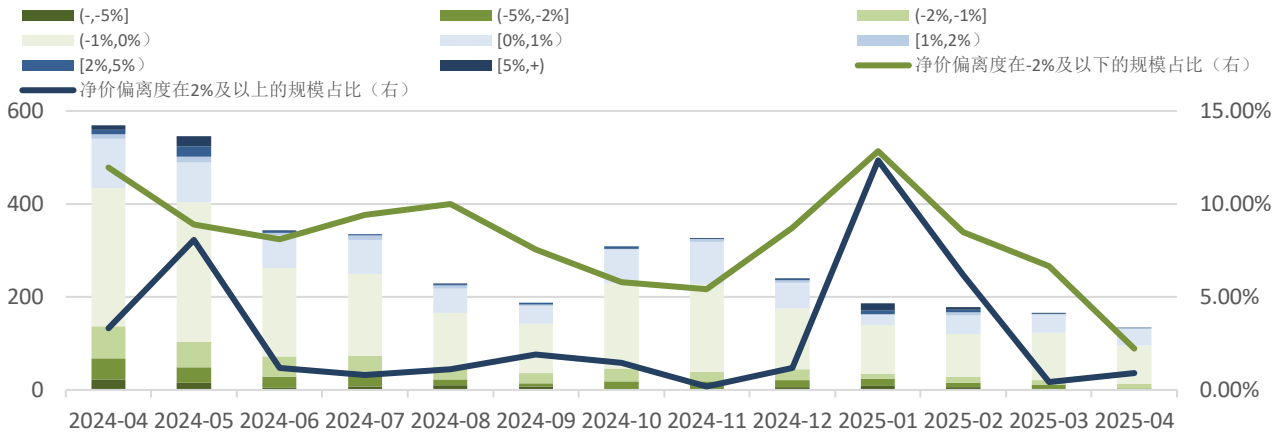
2. 估值偏离：低估价成交占比下降，各板块估值调整压力边际缓和

4 月高收益债仍以低于估价净价成交为主，成交价低于估价净价的成交规模占比较 3 月（笔误还是没更新）减少 2.81 个百分点至 71.41%，仍占据多数；从净价偏离度⁷来看，-2% 及以下的成交规模占比环比减少 4.43 个百分点至 2.22%，而 2% 及以上的成交规模占比增加 0.47 个百分点至 0.91%。分主体类型看，城投主体净价偏离度在 -2% 及以下的成交规模占比环比减少 3.66 个百分点至 2.50%，以四川、贵州、云南区域为主，其中遵义交旅投异常低估价净价成交规模超 1 亿元；城投主体中无净价偏离度在 2% 及以上的成交。非城投国企净价偏离度在 -2% 及以下的成交规模占比为 0.94%，

⁷ 本报告采用净价偏离度衡量成交估值偏离情况，净价偏离度指（净价收盘价-前一交易日中债估价净价）/前一交易日中债估价净价*100%，为避免小额异常成交对样本券的影响，剔除成交额小于 1000 万元的债券。

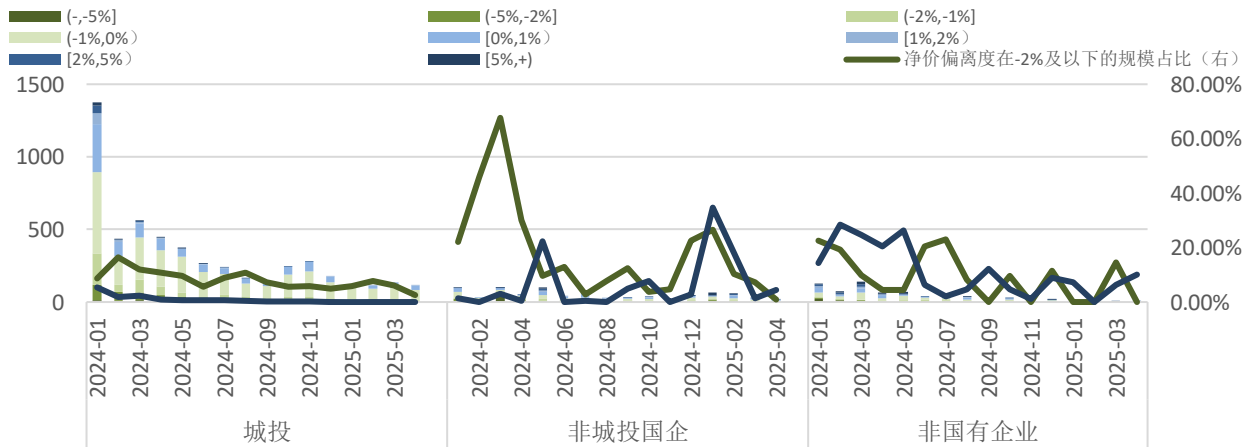
较3月减少6.43个百分点，均来自万科；2%及以上的偏离成交规模占比为4.52%，较3月增加3.2个百分点。非国有企业无净价偏离度绝对值在2%及以上的成交。

图 10：高收益债成交估值偏离度分布（亿元）



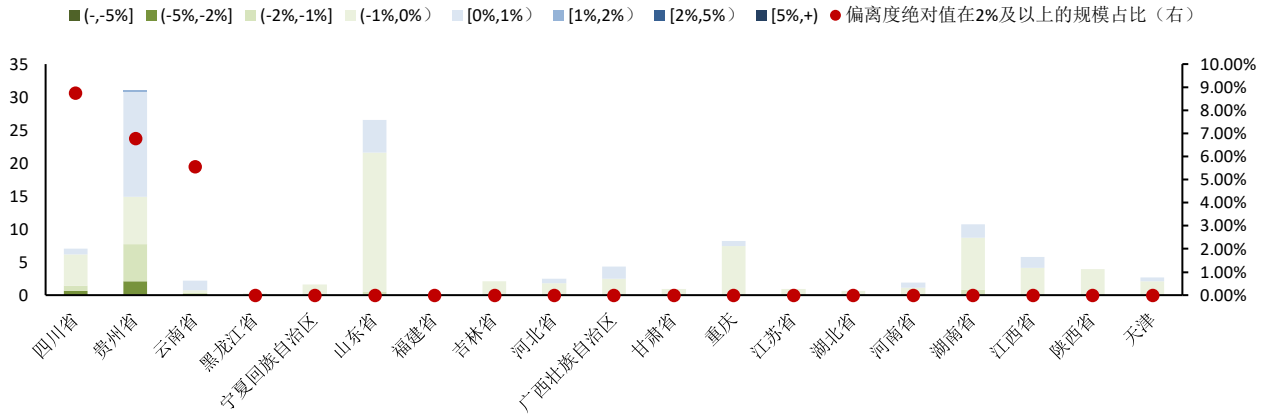
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图 11：各类高收益债主体成交估值偏离度分布（亿元）



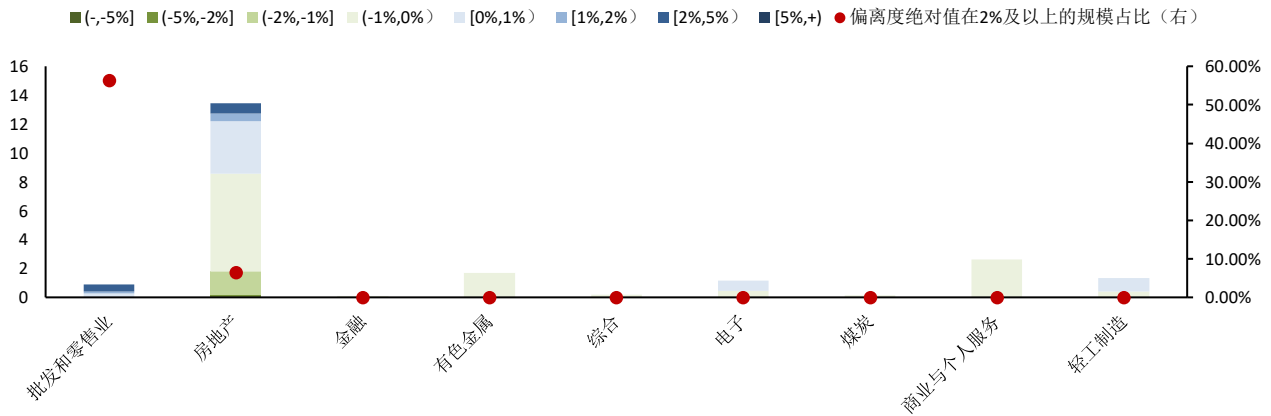
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图 12：4 月高收益城投债分区域净价偏离情况（亿元）



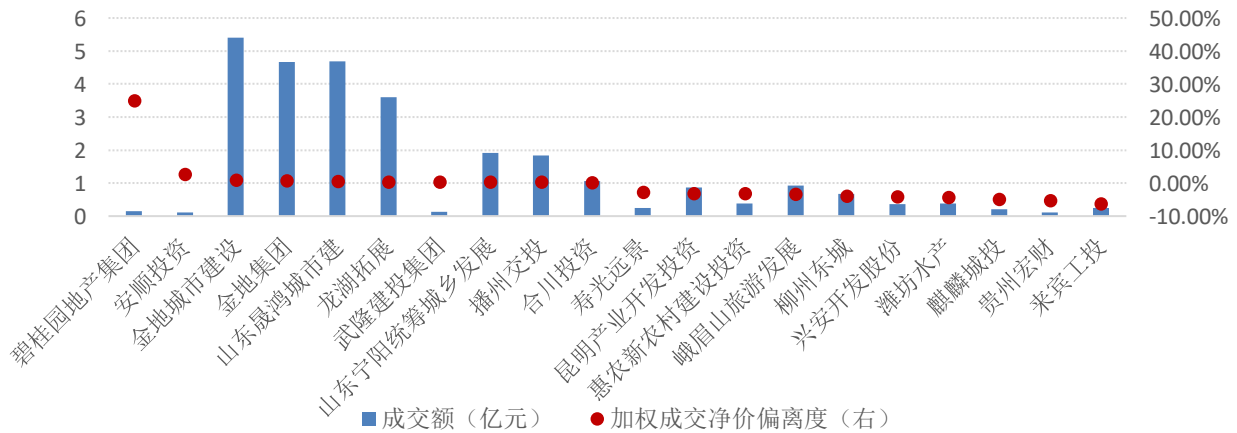
数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图13：4月高收益产业债分行业净价偏离情况（亿元）



数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

图14：4月高收益债高于估价净价偏离前十和低于估价净价偏离前十主体情况



数据来源：大智慧，choice，中诚信国际研究院整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO., LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>