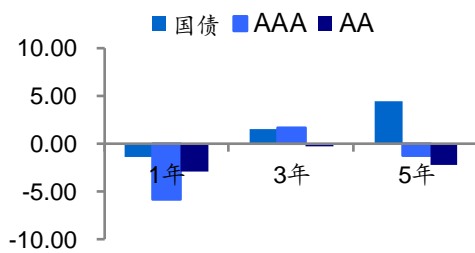


收益率指标

期限(年)	AA 城投债(%)
1	2.98
3	3.30
5	3.83
7	4.14
10	4.33
15	4.54

国债及中票收益率周变化(BP)



资料来源: WIND,海通证券研究所

相关研究

- 《估值高位波动,顺势而为》2021.11.28
- 《关注成都市提高预售资金监管使用效率新举》2021.11.28
- 《解析今年利率债投资的五大难点》2021.11.28

分析师:姜珺珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:王冠军

Tel:(021)23154116

Email:wgj13735@htsec.com

联系人:张紫睿

Tel:021-23154484

Email:zzr13186@htsec.com

关于 2022 年城投债挖掘的几个方向

投资要点:

- **行业利差监测与分析:** 1) 本周债市信用利差整体收窄。具体来看,等级利差与期限利差均分化。2) 产业债与城投债利差分化。本周高等级城投债利差整体收窄;产业债与城投债利差分化。3) 行业横向比较:高等级债中,钢铁、有色金属是利差最高的两个行业。AAA 级钢铁行业中票平均利差为 91BP,AAA 级有色金属行业中票平均利差为 80BP。其次是综合行业,其利差为 73BP。公用事业是平均利差最低的行业,目前为 34BP。
- **一周市场回顾:** 一级净供给增加,一级市场估值收益率下行为主。本周主要品种信用债一级市场净供给 1677.87 亿元,较前一个交易周(12月27日-12月31日)的-127.71 亿元有所增加。二级交投增加,收益率下行为主。
- **一周评级调整及违约情况回顾:** 本周无信用债主体评级上调;有 1 项信用债主体评级下调,涉及主体为花王生态工程股份有限公司。本周无新增违约债券。本周无新增违约主体。
- **信用债:关于 2022 年城投债挖掘的几个方向。**当前资金依然相对拥挤,资产荒下信用债尤其城投债收益挖掘手段是市场的一个关注方向,站在当前时点,我们推荐如下策略: 1) 重点关注中部区域城投。“中部六省”依然是挖掘重点,可以适当下沉,如若从品种角度考虑,区域内挖掘中等资质城投永续债是可行之路,城投永续债存在品种利差,如若区域内财政实力、土地价值、债务水平甚至融资人员意识较优,实则很难做到债券真永续,关注相关机会。其次弱省份强城投可以控久期参与,我们认为,陕甘宁、黑吉辽、云贵川核心平台短期信仰犹在; 2) 关注加担保城投债。中等担保+中等城投依然风险可控,可以在中等担保+弱城投范围内挖掘,如风险偏好较高,我们认为短久期+弱担保+弱城投是兼顾风险和收益的操作路径,弱担保公司短期代偿能力、代偿意愿尚可,与弱城投搭配正如设置两道防火墙,具备一定的安全性,但是考虑到担保公司的资本金及账面流动性对代偿的覆盖程度,出于谨慎性考虑需要控制期限; 3) 适当关注母子城投利差空间。城投信用链条按照区域深度绑定,有些主体之间即使信用评级、资产规模、承担的职能属性等差异显著,但是收益率是否过分差异定价值值得关注。

## 目 录

1. 行业利差监测与分析 .....	5
1.1 信用利差整体收窄 .....	5
1.2 等级利差与期限利差均分化 .....	5
1.3 城投债：产业债与城投债利差分化.....	5
1.4 钢铁、采掘：行业利差收窄，超额利差收窄或持平 .....	6
1.5 地产行业：信用利差收窄，超额利差分化.....	6
1.6 行业利差横向比较 .....	7
2. 一级市场：净供给增加，估值收益率下行为主.....	8
2.1 净供给增加 .....	8
2.2 估值收益率下行为主 .....	9
3. 二级市场：交投增加，收益率下行为主.....	9
3.1 银行间市场 .....	9
3.1.1 中票短融：收益率上行为主 .....	9
3.1.2 企业债：收益率下行为主 .....	10
3.2 城投债：收益率下行为主 .....	10
3.2.1 企业债 .....	10
3.2.2 中期票据 .....	11
3.3 产业债 .....	11
3.3.1 地产债 .....	11
3.3.2 钢铁债 .....	12
3.3.3 煤炭债 .....	12
3.3.4 电力债 .....	13
4. 本周评级调整及违约情况回顾 .....	13
5. 信用债：关于 2022 年城投债挖掘的几个方向.....	13

## 图目录

图 1	3 年期中票信用利差 (%)	5
图 2	中票等级利差走势 (%)	5
图 3	中票期限利差走势 (%)	5
图 4	城投债利差走势 (%)	6
图 5	产业债-城投债收益率之差 (%)	6
图 6	AAA 级采掘和钢铁行业利差及中债利差走势 (%)	6
图 7	AAA 级采掘和钢铁行业超额利差走势 (%)	6
图 8	房地产行业利差走势 (%)	7
图 9	房地产行业超额利差走势 (%)	7
图 10	本周 AAA 级中票行业利差比较 (%)	7
图 11	本周 AA+级中票行业利差比较 (%)	7
图 12	银行间企业债收益率 (AAA, %)	10
图 13	银行间企业债收益率 (AA, %)	10

## 表目录

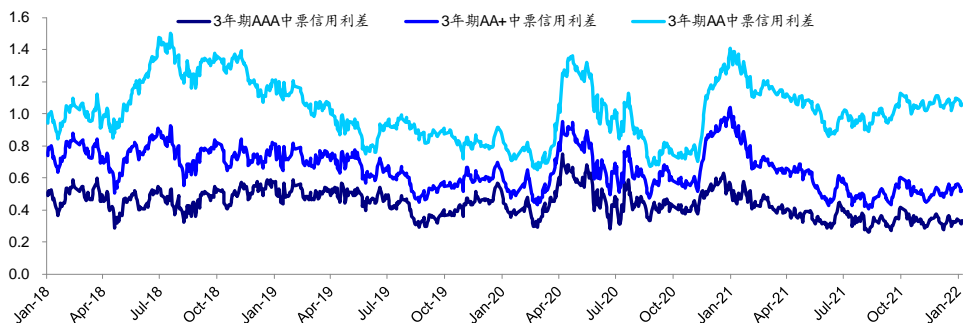
表 1	近期公告发行债券的期限分布（1月3日 - 1月7日）（只）	8
表 2	近期公告发行债券的评级分布（1月3日 - 1月7日）（只）	8
表 3	近期公告发行债券的行业分布（1月3日 - 1月7日）（只）	8
表 4	交易商协会估值中枢变化（1月4日相比12月29日）	9
表 5	相比12月31日收益率变化幅度-收益率曲线（BP）	10
表 6	流动性较好的城投企业债收益率变动	11
表 7	流动性较好的城投中票收益率变动	11
表 8	流动性较好的地产债表现	12
表 9	流动性较好的钢铁债表现	12
表 10	流动性较好的煤炭债表现	12
表 11	流动性较好的电力债表现	13
表 12	评级下调行动（1月3日-1月7日）	13
表 13	主要品种信用利差监测（%）	14

## 1. 行业利差监测与分析

### 1.1 信用利差整体收窄

本周债市信用利差整体收窄。具体来看，截至1月7日，3年期AAA等级中票信用利差为33BP，较前一交易周末下行1BP，5年期AAA等级中票信用利差为44BP，较前一交易周末下行5BP；3年期AA+等级中票信用利差为52BP，较前一交易周末下行4BP，5年期AA+等级中票信用利差为71BP，较前一交易周末下行4BP；3年期AA等级中票信用利差为106BP，较前一交易周末下行3BP，5年期AA等级中票信用利差为131BP，较前一交易周末下行6BP。

图1 3年期中票信用利差 (%)



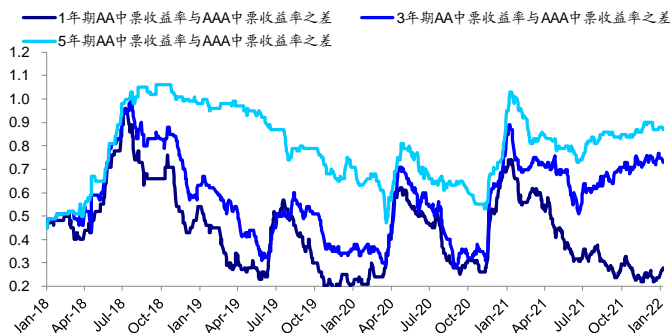
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.2 等级利差与期限利差均分化

信用债等级利差分化。具体来看，截至1月7日，1年期短期品种AA级与AAA级中票利差为28BP，较前一交易周末上行3BP，3年期AA级与AAA级中票利差为73BP，较前一交易周末下行2BP；5年期AA级与AAA级中票利差为87BP，较前一交易周末下行1BP。

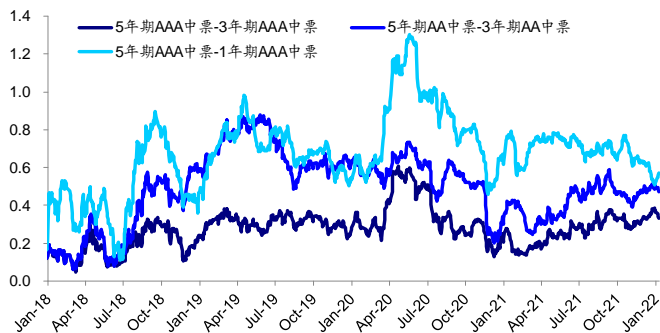
信用债期限利差分化。具体来看，截至1月7日，5年期和3年期的AAA中票期限利差为33BP，较前一交易周末下行3BP；5年期和3年期的AA中票期限利差为47BP，较前一交易周末下行2BP；5年期和1年期AAA中票的期限利差为57BP，较前一交易周末上行5BP。

图2 中票等级利差走势 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图3 中票期限利差走势 (%)

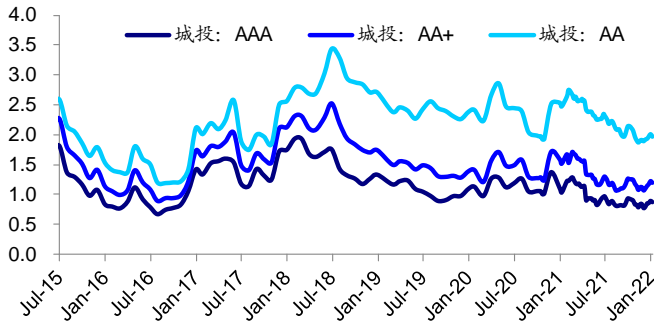


资料来源：WIND，海通证券研究所

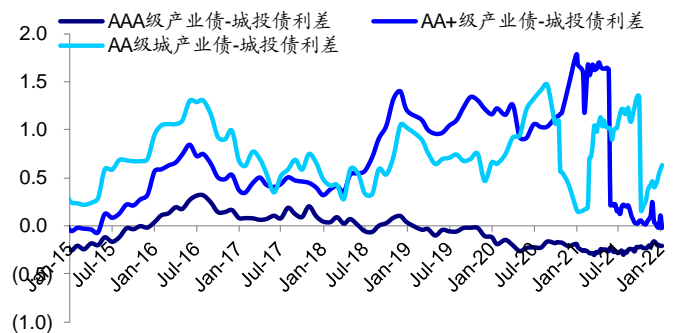
### 1.3 城投债：产业债与城投债利差分化

城投债利差整体收窄。具体来看，截至1月7日，城投债AAA级利差为87BP，较前一交易周末下行2BP；城投债AA+级利差为119BP，较前一交易周末下行3BP；城投债AA级利差为196BP，较前一交易周末下行4BP。

**产业债与城投债利差分化，AA 等级城投表现显著好于产业债。**具体来看，截至 1 月 7 日，本周 AAA 级产业债-城投债利差目前在-21BP，与前一交易周末基本持平；AA+ 级产业债-城投债利差目前在-3BP 左右，较前一交易周末下行 13BP；AA 级产业债-城投债利差目前在 63BP 左右，较前一交易周末上行 5BP。

**图4 城投债利差走势 (%)**


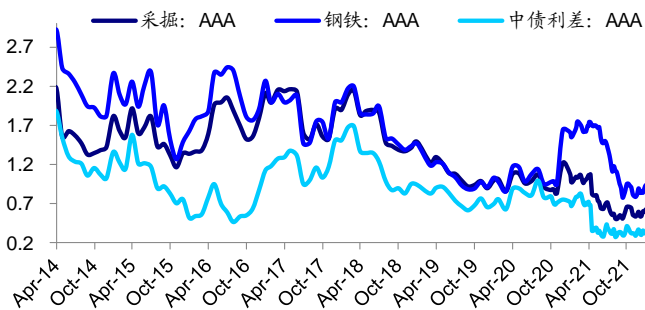
注：数据截至 22 年 1 月 7 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

**图5 产业债-城投债收益率之差 (%)**


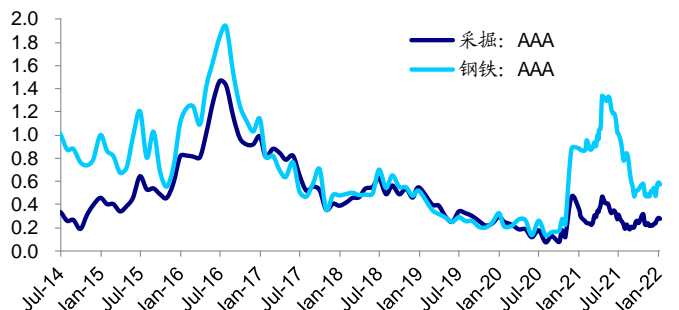
注：数据截至 22 年 1 月 7 日，自 21 年 5 月 28 日始，AA+ 产业债剔除高利差极端值样本  
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.4 钢铁、采掘：行业利差收窄，超额利差收窄或持平

**钢铁、采掘行业利差收窄，超额利差收窄或持平。**具体来看，截至 1 月 7 日，AAA 级钢铁债信用利差平均为 91BP，较前一交易周末下行 3BP；AAA 级采掘债（主要是煤炭开采）信用利差平均为 61BP，较前一交易周末下行 2BP；AAA 级钢铁债超额利差为 58BP，较前一交易周末下行 1BP；AAA 级采掘债超额利差为 28BP，与前一交易周末基本持平。

**图6 AAA 级采掘和钢铁行业利差及中债利差走势 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

**图7 AAA 级采掘和钢铁行业超额利差走势 (%)**


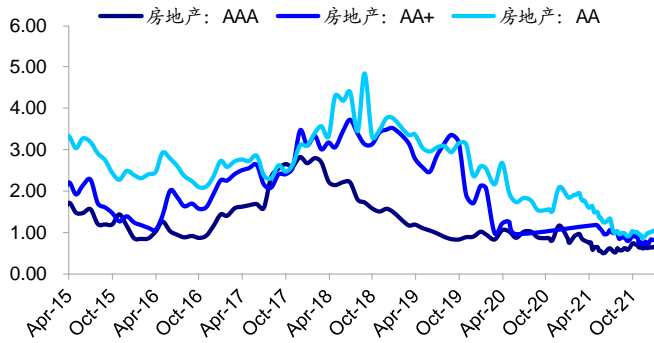
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 1.5 地产行业：信用利差收窄，超额利差分化

**地产行业信用利差收窄。**具体来看，截至 1 月 7 日，AAA 级房地产行业信用利差 64BP，较前一交易周末下行 2BP。AA 级房地产行业信用利差 102BP，较前一周末下行 1BP。

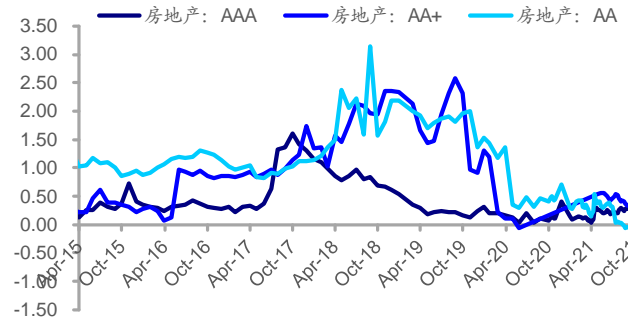
**地产行业超额利差分化。**具体来看，截至 1 月 7 日，AAA 级地产行业超额信用利差为 30BP，较前一交易周末下行 2BP。AA 级地产行业超额信用利差为-4BP，较前一交易周末上行 2BP。

图8 房地产行业利差走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图9 房地产行业超额利差走势 (%)

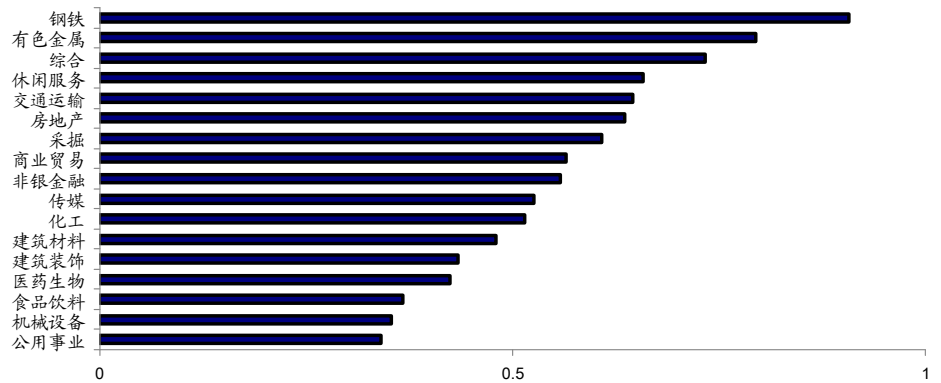


资料来源: WIND, 海通证券研究所

### 1.6 行业利差横向比较

高等级债中, 钢铁、有色金属是利差最高的两个行业。AAA 级钢铁行业中票平均利差为 91BP, AAA 级有色金属行业中票平均利差为 80BP。其次是综合、休闲服务、交通运输, 其利差分别为 73BP、66BP 和 65BP。公用事业是平均利差最低的行业, 目前为 34BP。

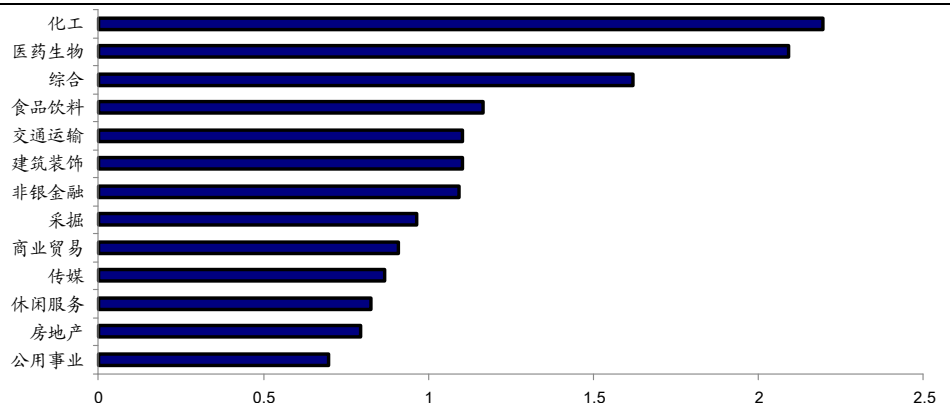
图10 本周 AAA 级中票行业利差比较 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

中等级债券中, 化工利差最高, 其次为医药生物、综合行业, 其中 AA+ 等级化工行业利差为 219BP, 医药生物行业利差则是落在 209BP。而 AA+ 等级综合行业利差则为 162BP。最后, 公用事业、房地产、休闲服务行业利差水平相对最低, 分别为 70BP、79BP、82BP, 和化工行业信用利差均在 130BP 以上。

图11 本周 AA+ 级中票行业利差比较 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

## 2. 一级市场：净供给增加，估值收益率下行为主

### 2.1 净供给增加

根据 Wind 统计，本周短融发行 1182.7 亿元，到期 378.3 亿元，中票发行 482.3 亿元，到期 135.4 亿元；企业债发行 17.0 亿元，到期 14.6 亿元；公司债发行 610.6 亿元，到期 86.4 亿元。本周主要信用债品种共发行 2292.6 亿元，到期 614.7 亿元，净供给 1677.87 亿元，较前一个交易周（12 月 27 日-12 月 31 日）的-127.71 亿元有所增加。

从主要发行品种来看，本周共发行短融超短融 125 只，中期票据 51 只，公司债发行 72 只，企业债发行 2 只，发行数量较前一周有所增加。从发行人资质来看，AAA 等级发行人占比最大为 40.80%。从行业来看，建筑业发行人占比最大为 32.40%，其次为综合类发行人，占比为 29.20%。在发行的 250 只主要品种信用债中，有 55 只城投债，占比约 22.00%，发行数量比前一交易周有所减少。

表 1 近期公告发行债券的期限分布（1 月 3 日 - 1 月 7 日）（只）

期限（年）	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
0.5	57				57
1	68	6			74
2		7		2	9
3		33		37	70
5		23	1	12	36
6		1			1
7		1	1		2
10		1			1
30					
总计	125	72	2	51	250

注：数据截至 1 月 7 日，且不考虑提前偿还  
资料来源：WIND，海通证券研究所

表 2 近期公告发行债券的评级分布（1 月 3 日 - 1 月 7 日）（只）

评级	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
AAA	62	20		20	102
AA+	42	30	1	19	92
AA	21	21	1	12	55
未有评级		1			1
总计	125	72	2	51	250

注：数据截至 1 月 7 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

表 3 近期公告发行债券的行业分布（1 月 3 日 - 1 月 7 日）（只）

行业	短期融资券	公司债	企业债	中期票据	总计
综合类	37	26		10	73
制造业	4	1		3	8
信息技术业	2			1	3
社会服务业	5	7	1	2	15
批发和零售贸易	10		1	3	14
金融、保险业	1	3		1	5
交通运输、仓储业	11	2		3	16
建筑业	33	28		20	81
房地产业				3	3
电力、煤气及水的生产和供应业	4	1		1	6



采掘业	2			2
未有分类	16	4	4	24
总计	125	72	2	51
				250

注：数据截至 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 2.2 估值收益率下行为主

相比 12 月 29 日协会估值，本周（1 月 7 日）信用债估值收益率下行为主。

具体来看，1 年期品种中，重点 AAA、AAA 等级收益率均下行 2BP，AA+、AA 等级收益率均下行 3BP，AA-等级收益率下行 2BP。3 年期品种中，重点 AAA、AAA 等级收益率均下行 2BP，AA+、AA 等级收益率均下行 3BP，AA-等级收益率下行 5BP；5 年期品种中，重点 AAA、AAA 等级收益率均下行 2BP，AA+、AA 等级收益率均下行 3BP，AA-等级收益率下行 5BP。

7 年期品种中，重点 AAA、AAA、AA+等级收益率均下行 2BP，AA 等级收益率与上期基本持平，AA-等级收益率下行 3BP。10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 2BP，AAA、AA+等级收益率均下行 1BP，AA 等级收益率上行 1BP，AA-等级收益率下行 2BP；15 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 3BP，AAA 等级收益率下行 1BP，AA+等级收益率上行 2BP，AA 等级收益率上行 3BP，AA-等级收益率下行 4BP；20 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 3BP，AAA 等级收益率上行 2BP，AA+等级收益率上行 3BP，AA 等级收益率上行 5BP，AA-等级收益率下行 2BP；30 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 3BP，AAA 等级收益率上行 2BP，AA+等级收益率上行 5BP，AA 等级收益率上行 4BP，AA-等级收益率下行 3BP。

表 4 交易商协会估值中枢变化（1 月 4 日相比 12 月 29 日）

发行主体评级	1 年期		3 年期		5 年期		7 年期	
	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)
重点 AAA	2.81	-2	3.06	-2	3.35	-2	3.61	-2
AAA	2.90	-2	3.19	-2	3.50	-2	3.76	-2
AA+	3.16	-3	3.53	-3	3.86	-3	4.28	-2
AA	3.69	-3	4.09	-3	4.55	-3	4.86	0
AA-	5.53	-2	6.16	-5	6.61	-5	6.88	-3
发行主体评级	10 年期		15 年期		20 年期		30 年期	
	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)	最新 (%)	变化 (BP)
重点 AAA	1.00	-2	4.18	-3	4.33	-3	4.52	-3
AAA	3.98	-1	4.46	-1	5.03	2	5.28	2
AA+	4.51	-1	4.89	2	5.71	3	6.07	5
AA	5.09	1	6.13	3	6.64	5	6.96	4
AA-	7.10	-2	7.51	-4	8.15	-2	8.28	-3

资料来源：银行间交易商协会，海通证券研究所

## 3. 二级市场：交投增加，收益率下行为主

本周主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交 34386.21 亿元，较前一周 22979.02 亿元的成交增加了 11407.19 亿元。

### 3.1 银行间市场

#### 3.1.1 中票短融：收益率上行为主

本周国债收益率上行为主。具体来看，相比上周末，1年期国债收益率下行1BP，3年期国债收益率上行1BP，5年期国债收益率上行5BP，7年期国债收益率上行3BP。

中票短融收益率下行为主。具体来看，1年期品种中，超AAA等级收益率下行5BP，AAA、AAA-等级收益率均下行8BP，AA+等级收益率下行7BP，AA、AA-等级收益率均下行4BP；3年期品种中，超AAA等级收益率下行5BP，AAA等级收益率与上期基本持平，AAA-、AA+等级收益率均下行3BP，AA、AA-等级收益率均下行2BP；5年期品种中，超AAA等级收益率下行3BP，AAA等级收益率下行4BP，AAA-、AA+等级收益率均下行2BP，AA、AA-等级收益率均下行5BP；7年期品种中，超AAA、AAA等级收益率均下行1BP，AAA-、AA+等级收益率均上行1BP。

表5 相比12月31日收益率变化幅度-收益率曲线 (BP)

期限/评级	1年	3年	5年	7年
国债收益率	-1	1	5	3
超AAA	-5	-5	-3	-1
AAA	-8	0	-4	-1
AAA-	-8	-3	-2	1
AA+	-7	-3	-2	1
AA	-4	-2	-5	
AA-	-4	-2	-5	

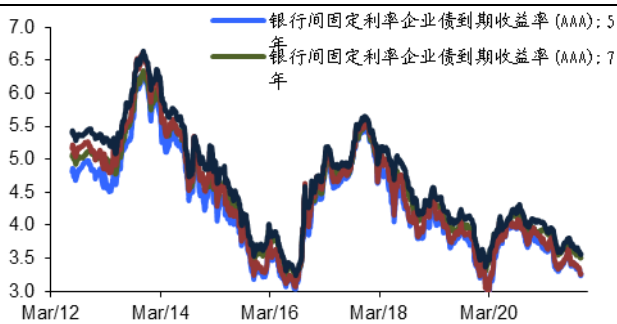
注：数据截至1月7日

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.1.2 企业债：收益率下行为主

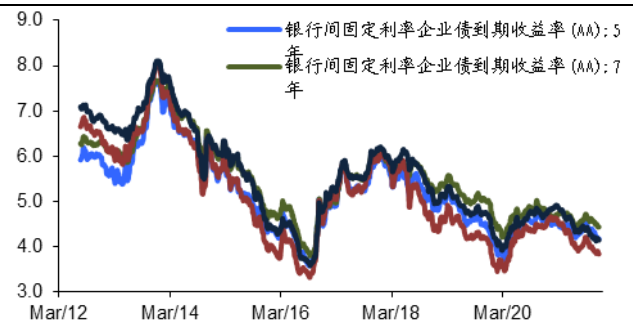
本周银行间企业债收益率下行为主。5年期AAA（城投债）收益率下行2BP，5年期AAA（2）（城投债）收益率下行3BP，7年期AAA（城投债）收益率下行1BP，7年期AAA（2）（城投债）收益率与上期基本持平；5年期AA（城投债）收益率与上期基本持平，5年期AA（2）（城投债）收益率下行6BP，7年期AA（城投债）收益率下行1BP，7年期AA（2）（城投债）收益率下行3BP。

图12 银行间企业债收益率（AAA，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 银行间企业债收益率（AA，%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

## 3.2 城投债：收益率下行为主

### 3.2.1 企业债

在我们观测的样本中，本周交易活跃的城投企业债收益率下行为主。具体来看，16荆高新专项债上行397.4BP，17诸暨国资债02上行136BP，18桂东投债01上行6.8BP，16远安债上行2.5BP，15正定棚改项目债下行19.9BP，20镜湖债下行30.2BP，15徐州新盛债下行78BP，16陕高速债02下行88.4BP，17蚌经投债下行104.4BP，18绵金专项债下行217.4BP。

表 6 流动性较好的城投企业债收益率变动

债券名称	剩余期限(年)	所属地区	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16 荆高新专项债	0.74	湖北省	AA	3.5	7.5	397.4
17 诸暨国资债 02	0.31	浙江省	AA+	1.8	3.1	136.0
18 桂东投债 01	1.27	广西壮族自治区	AA	3.0	3.0	6.8
16 远安债	10.00	湖北省	AA+	3.8	3.8	2.5
15 正定棚改项目债	0.40	河北省	AAA	3.7	3.5	-19.9
20 镜湖债	1.47	安徽省	AA+	3.8	3.5	-30.2
15 徐州新盛债	2.20	江苏省	AAA	4.1	3.3	-78.0
16 陕高速债 02	3.07	陕西省	AAA	4.2	3.3	-88.4
17 蚌经投债	2.52	安徽省	AA	6.3	5.3	-104.4
18 绵金专项债	3.88	四川省	AAA	8.5	6.3	-217.4

注：数据截至 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.2.2 中期票据

在我们观测的样本中，本周交易活跃的 10 只城投中期票据收益率下行为主。16 柯桥国资 MTN001 上行 5.8BP，17 泰达投资 MTN001 上行 1.2BP，17 华发集团 MTN002 上行 0.3BP，19 首开 MTN002 上行 0.2BP，18 江宁经开 MTN001 下行 0.6BP，19 溧水经开 MTN001 下行 1.6BP，13 赣州发展 MTN001 下行 4.1BP，19 西基投 MTN001 下行 5.6BP，19 兴展投资 MTN001 下行 7.4BP，19 连云城建 MTN002 下行 34.3BP。

表 7 流动性较好的城投中票收益率变动

债券名称	剩余期限(年)	所属地区	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
16 柯桥国资 MTN001	1.52	浙江省	AA+	3.0	3.1	5.8
17 泰达投资 MTN001	0.26	天津	AAA	8.9	8.9	1.2
17 华发集团 MTN002	0.95	广东省	AAA	8.8	8.8	0.3
19 首开 MTN002	0.95	北京	AAA	7.1	7.1	0.2
18 江宁经开 MTN001	1.17	江苏省	AAA	3.0	3.0	-0.6
19 溧水经开 MTN001	4.04	江苏省	AA	3.8	3.7	-1.6
13 赣州发展 MTN001	1.93	江西省	AA+	3.1	3.1	-4.1
19 西基投 MTN001	2.72	陕西省	AAA	3.1	3.0	-5.6
19 兴展投资 MTN001	0.78	北京	AA+	2.9	2.9	-7.4
19 连云城建 MTN002	2.78	江苏省	AA+	3.9	3.5	-34.3

注：数据截至 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 3.3 产业债

### 3.3.1 地产债

本周我们观察的地产债样本中，代表性债券的收益率下行为主。具体来看，17 幸福基业 MTN001、19 禹洲 02 波动异常，17 苏州高新 MTN002 上行 1.8BP，17 保利房产 MTN001 上行 0.2BP，18 市北高新 MTN002 下行 1.5BP，20 绿城房产 MTN001A 下行 6.3BP，17 京电城投 MTN001 下行 9.2BP，19 华发实业 MTN002 下行 10.2BP，20 光明房产 MTN001 下行 11.5BP，20 金科 01 下行 405.6BP。

表 8 流动性较好的地产债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
17 幸福基业 MTN001	0.37	C	693.0	762.7	-
19 禹洲 02	2.24	AA+	58.2	86.2	-
17 苏州高新 MTN002	0.62	AA+	8.4	8.4	1.8
17 保利房产 MTN001	0.79	AAA	7.7	7.7	0.2
18 市北高新 MTN002	1.64	AA+	3.2	3.2	-1.5
20 绿城房产 MTN001A	1.14	AAA	3.3	3.3	-6.3
17 京电城投 MTN001	0.50	AA	3.4	3.3	-9.2
19 华发实业 MTN002	0.67	AAA	8.2	8.1	-10.2
20 光明房产 MTN001	1.12	AA+	3.8	3.7	-11.5
20 金科 01	1.12	AAA	18.5	14.5	-405.6

注：数据截至 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3.2 钢铁债

本周我们观测的钢铁债样本中，代表性债券的收益率下行为主。具体来看，17 河钢集 MTN005 上行 45.7BP，19 本钢集团 MTN002 上行 5.7BP，19 河钢集 MTN005 上行 0.3BP，19 首钢 MTN005 与上期基本持平，19 苏沙钢 MTN003 下行 1BP，17 河钢集 MTN007 下行 1.4BP，20 苏沙钢 MTN001 下行 7.4BP，20 鲁钢铁 MTN001 下行 8BP，17 河钢集 MTN012 下行 18.2BP，19 首钢 MTN006 下行 25.9BP。

表 9 流动性较好的钢铁债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
17 河钢集 MTN005	0.36	AAA	2.4	2.9	45.7
19 本钢集团 MTN002	0.33	AAA	5.1	5.2	5.7
19 河钢集 MTN005	0.54	AAA	7.2	7.3	0.3
19 首钢 MTN005	0.83	AAA	6.9	6.9	0.0
19 苏沙钢 MTN003	0.91	AAA	3.1	3.1	-1.0
17 河钢集 MTN007	4.44	AAA	3.1	3.1	-1.4
20 苏沙钢 MTN001	1.01	AAA	3.2	3.1	-7.4
20 鲁钢铁 MTN001	1.00	AAA	3.2	3.1	-8.0
17 河钢集 MTN012	0.61	AAA	3.1	2.9	-18.2
19 首钢 MTN006	0.95	AAA	6.9	6.6	-25.9

注：数据截至 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3.3 煤炭债

本周我们观测的煤炭债样本中，代表性债券的收益率下行为主。具体来看，19 冀中能源 MTN003 上行 144.3BP，19 晋能 PPN005 上行 13BP，19 大同煤矿 MTN004 上行 2.3BP，19 陕煤化 MTN004 下行 0.9BP，19 中煤能源 MTN001 下行 1.4BP，20 鲁能源 MTN001 下行 4.7BP，19 陕煤化 MTN001 下行 6BP，19 晋能 PPN004 下行 6.3BP，19 陕煤化 MTN002 下行 6.6BP，19 大同煤矿 MTN003 下行 15.6BP。

表 10 流动性较好的煤炭债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
19 冀中能源 MTN003	0.49	AAA	9.7	11.2	144.3
19 晋能 PPN005	0.60	-	3.4	3.6	13.0
19 大同煤矿 MTN004	0.87	AAA	3.1	3.1	2.3
19 陕煤化 MTN004	2.65	AAA	3.3	3.3	-0.9
19 中煤能源 MTN001	4.54	AAA	3.6	3.5	-1.4
20 鲁能源 MTN001	1.02	AAA	3.0	3.0	-4.7

19 陕煤化 MTN001	2.37	AAA	3.3	3.2	-6.0
19 晋能 PPN004	0.52	-	3.7	3.6	-6.3
19 陕煤化 MTN002	2.45	AAA	3.3	3.2	-6.6
19 大同煤矿 MTN003	2.43	AAA	8.9	8.7	-15.6

注：数据截至 1 月 7 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

### 3.3.4 电力债

本周我们观测的电力债样本中，代表性债券的收益率下行为主。具体来看，19 广州发展 MTN001 上行 5BP，19 大唐集 MTN003 基本与上期持平，19 华能集 MTN004B 下行 0.3BP，20 南电 MTN003 下行 1.4BP，18 长电 MTN001 下行 3.7BP，19 中电投 MTN017 下行 4.1BP，20 南电 MTN001 下行 4.8BP，19 国电 MTN003 下行 9.4BP，19 中电投 MTN012A 下行 10.5BP，15 三峡 MTN001 下行 16BP。

表 11 流动性较好的电力债表现

债券名称	剩余年限(年)	债项评级	12/31 收盘收益率 (%)	1/7 收盘收益率 (%)	收益率变动 (BP)
19 广州发展 MTN001	2.41	AAA	3.6	3.6	5.0
19 大唐集 MTN003	2.87	AAA	5.5	5.5	0.0
19 华能集 MTN004B	2.62	AAA	5.5	5.5	-0.3
20 南电 MTN003	1.14	AAA	2.7	2.7	-1.4
18 长电 MTN001	1.91	AAA	2.8	2.8	-3.7
19 中电投 MTN017	0.72	AAA	2.7	2.7	-4.1
20 南电 MTN001	1.01	AAA	2.7	2.7	-4.8
19 国电 MTN003	0.72	AAA	2.8	2.7	-9.4
19 中电投 MTN012A	0.49	AAA	2.8	2.7	-10.5
15 三峡 MTN001	3.19	AAA	3.0	2.9	-16.0

注：数据截至 1 月 7 日  
资料来源：WIND，海通证券研究所

## 4. 本周评级调整及违约情况回顾

本周无信用债主体评级上调，1 项信用债主体评级下调，与前一周相比，主体评级上调和下调数量均有所减少。

本周评级下调的发行人共 1 家，为花王生态工程股份有限公司。

花王生态工程股份有限公司，非城投平台，来自建筑业。远东资信于 1 月 5 日将其评级由 BBB+ 下调至 BBB-。下调原因为债务逾期事项对公司的融资环境以及偿债能力均产生较大的不利影响。

表 12 评级下调行动（1 月 3 日-1 月 7 日）

发行人	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	代表债券
花王生态工程股份有限公司	建筑业	远东资信评估有限公司	2022-1-5	BBB-	-	BBB+	花王转债

资料来源：WIND，海通证券研究所

本周无新增违约债券。本周无新增违约主体。

## 5. 信用债：关于 2022 年城投债挖掘的几个方向

当前资金依然相对拥挤，资产荒下信用债尤其城投债收益挖掘手段是市场的一个关注方向，站在当前时点，我们推荐如下策略：

**1) 重点关注中部区域城投。**“中部六省”依然是挖掘重点，可以适当下沉，如若从品种角度考虑，区域内挖掘中等资质城投永续债是可行之路，城投永续债存在品种利差，如若区域内财政实力、土地价值、债务水平甚至融资人员意识较优，实则很难做到债券真永续，关注相关机会。其次弱省份强城投可以控久期参与，我们认为，陕甘宁、黑吉辽、云贵川核心平台短期信仰犹在。

**2) 关注加担保城投债。**中等担保+中等城投依然风险可控，可以在中等担保+弱城投范围内挖掘，如风险偏好较高，我们认为短久期+弱担保+弱城投是兼顾风险和收益的操作路径，弱担保公司短期代偿能力、代偿意愿尚可，与弱城投搭配正如设置两道防火墙，具备一定的安全性，但是考虑到担保公司的资本金及账面流动性对代偿的覆盖程度，出于谨慎性考虑需要控制期限。

**3) 适当关注母子城投利差空间。**城投信用链条按照区域深度绑定，有些主体之间即使信用评级、资产规模、承担的职能属性等差异显著，但是收益率是否过分差异定价值得关注。

表 13 主要品种信用利差监测 (%)

	3年-1年 中短期票 据(AAA) 利差	3年-1年 中短期票 据(AA+) 利差	3年-1年 中短期票 据(AA) 利差	1年中短 期票据 (AAA) 与国开债 利差	1年中短 期票据 (AA+) 与国开债 利差	1年中短 期票据 (AA)与 国开债利 差	3年中短 期票据 (AAA) 与国开债 利差	3年中短 期票据 (AA+) 与国开债 利差	3年中短 期票据 (AA)与 国开债利 差
最低值	-0.54	-0.52	-0.32	0.14	0.30	0.50	0.12	0.34	0.43
1/4数	0.18	0.21	0.26	0.45	0.67	0.88	0.40	0.65	0.98
中位数	0.34	0.40	0.51	0.57	0.81	1.08	0.50	0.81	1.20
3/4数	0.50	0.56	0.69	0.72	0.99	1.28	0.64	1.01	1.38
最高值	1.35	1.65	1.67	1.78	2.44	2.96	1.69	2.32	2.96
现值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.51	0.66	0.33	0.52	1.06
当前分位数	28.5	23.9	16.0	-8.5	9.7	6.4	13.7	8.9	25.0

注：数据区间为 2010 年至 2022 年 1 月 7 日

资料来源：WIND，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜珺珊 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)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

 余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

**宏观经济研究团队**

 梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
 应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
 李俊(021)23154149 lj13766@htsec.com  
 联系人  
 侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com  
 李林芷(021)23219674 llz13859@htsec.com

**金融工程研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
 联系人  
 孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
 张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com  
 郑玲玲(021)23154170 zll13940@htsec.com  
 黄雨薇(021)23154387 hyw13116@htsec.com  
 曹君豪(021)23219745 cjh13945@htsec.com

**金融产品研究团队**

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
 联系人  
 吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
 张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
 滕颖杰(021)23219433 tj13580@htsec.com  
 江涛(021)23219879 jt13892@htsec.com  
 章画意(021)23154168 zhy13958@htsec.com

**固定收益研究团队**

 姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
 王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
 联系人  
 张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com  
 孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com  
 王冠军(021)23154116 wgj13735@htsec.com  
 方欣来(021)23219635 fxl13957@htsec.com

**策略研究团队**

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@htsec.com  
 联系人  
 余培仪(021)23219400 ypy13768@htsec.com  
 杨锦(021)23154504 yj13712@htsec.com  
 王正鹤(021)23219812 wz13978@htsec.com

**中小市值团队**

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
 联系人  
 王园沁(021)23154123 wyq12745@htsec.com

**政策研究团队**

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
 李姝醒(021)23219635 lsx11330@htsec.com

**石油化工行业**

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
 朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com

**医药行业**

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
 梁广楷(010)56760096 lgb12371@htsec.com  
 联系人  
 孟陆(021)23219671 ml13172@htsec.com  
 周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
 彭婷(010)68067998 ppt13606@htsec.com

**汽车行业**

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
 郑蕾(021)23963569 zl12742@htsec.com  
 联系人  
 房乔华(021)23219807 fqh12888@htsec.com

**公用事业**

 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
 傅逸帆(021)23154398 fufy11758@htsec.com  
 于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com  
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
 联系人  
 余玫翰(021)23154141 ywh14040@htsec.com

**批发和零售贸易行业**

 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com  
 康璐(021)23212214 kl13778@htsec.com  
 联系人  
 曹蕾娜(021)23154128 cln13796@htsec.com

**互联网及传媒**

 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com  
 联系人  
 康百川(021)23212208 kbc13683@htsec.com  
 崔冰睿(021)23219774 cbr14043@htsec.com

**有色金属行业**

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
 联系人  
 郑景毅(021)23154113 zjy12711@htsec.com  
 余金花(021)23219747 yjh13785@htsec.com

**房地产行业**

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com



<b>电子行业</b> 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@htsec.com 华晋书 hjs14155@htsec.com 联系人 文 灿(021)23154401 wc13799@htsec.com 薛逸民(021)23219963 xym13863@htsec.com 李 潇(010)58067830 lx13920@htsec.com	<b>煤炭行业</b> 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	<b>电力设备及新能源行业</b> 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com 联系人 姚望洲(021)23154184 ywz13822@htsec.com 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com
<b>基础化工行业</b> 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	<b>计算机行业</b> 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	<b>通信行业</b> 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com 夏 凡(021)23154128 xf13728@htsec.com
<b>非银行金融行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com 曹 锐 010-56760090 ck14023@htsec.com	<b>交通运输行业</b> 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	<b>纺织服装行业</b> 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
<b>建筑建材行业</b> 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	<b>机械行业</b> 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 赵靖博(021)23154119 zjb13572@htsec.com	<b>钢铁行业</b> 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
<b>建筑工程行业</b> 张欣劼 zxj12156@htsec.com	<b>农林牧渔行业</b> 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	<b>食品饮料行业</b> 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
<b>军工行业</b> 张恒恒 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	<b>银行行业</b> 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13206@htsec.com	<b>社会服务行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com 王祎婕(021)23219768 wjy13985@htsec.com
<b>家电行业</b> 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	<b>造纸轻工行业</b> 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 郭庆龙 gq13820@htsec.com 联系人 王文杰 wwj14034@htsec.com 吕科佳 lkj14091@htsec.com 高翩然 gpr14257@htsec.com	

## 研究所销售团队

<b>深广地区销售团队</b> 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 0755 23963569 txz13189@htsec.com	<b>上海地区销售团队</b> 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 李唯佳(021)23219384 ljw@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 谭德康 tdk13548@htsec.com 王祎宁(021)23219281 wyn14183@htsec.com	<b>北京地区销售团队</b> 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com 上官灵芝 sgl14039@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.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