

相关研究

《中长期二永债利差走阔，关注配置价值》2023.10.15  
《二永债估值波动或将加大》2023.9.4  
《高等级 2-3Y 二永债性价比提升》2023.8.6

## 关注中长期二永债配置价值 ——资本补充工具半月报

### 投资要点:

- **一级发行: 10月后半月新发 1907亿元二级资本债+135亿元永续债。**9-10月共有 2680亿元二永债集中进入赎回期，共新发二永债 3964亿元，净融资金量超 1300亿元。债券发行主要集中在 10月后半月（共新发 1907亿元二级资本债+135亿元永续债），其中有 1900亿元二级资本债为大行贡献。截至 10月 31日，今年共发行 6955亿元二级资本债+2263亿元永续债，分别达到去年总发行量的 76%、80%。
- **收益率、利差与投资价值分析:**
  - 二级成交市场方面，10月后半月，二永债成交量较 9月后半月大幅上升。与 10月 13日相比，中长期二永债信用利差明显走阔，短久期变动不大或收窄。其中，1Y期中低等级二级资本债利差收窄 4BP左右。3Y期二永债信用利差普遍走阔 3-4BP，5Y期信用利差普遍走阔 4-14BP。
  - 截至 10月 31日，3-5年期高等级二永债信用利差已整体位于近 3年来 80%分位数附近，建议关注配置价值。后续二永债信用利差波动性或仍较大：1) 供给端方面，四大行 TLAC 缺口较大，明年永续债将逐渐进入赎回期，中行和农行已分别获批 4500亿元二永债发行额度，大行具有发行二永债的能力和意愿，但发行节奏较 10月后半月可能有所放缓。2) 需求端方面，年末机构止盈需求或升温，且资本管理办法临近实施，关注银行自营或者委外抛售二永债的风险。3) 11月资金面压力或有所缓解，货币政策有望稳健宽松，关注震荡行情中二永债交易性机会。
- **风险提示:** 基本面变化、政策不及预期、信用风险、供给大幅放量、债市调整或政策变化引发需求端抛售、数据统计存在遗漏或偏差。

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

## 目 录

---

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 一级发行：1907 亿元二级资本债+135 亿元永续债..... | 5  |
| 2. 收益率&利差：中长久期二永债信用利差走阔.....        | 6  |
| 3. 成交统计：二永债成交活跃度提升.....             | 8  |
| 4. 保险和券商次级债：发行放量、二级利差回升 .....       | 9  |
| 5. 总结与投资价值分析 .....                  | 10 |

## 图目录

|      |                           |    |
|------|---------------------------|----|
| 图 1  | 二级资本债累计发行规模 (亿元)          | 5  |
| 图 2  | 永续债累计发行规模 (亿元)            | 5  |
| 图 3  | 分银行类型二级资本债发行规模 (亿元)       | 6  |
| 图 4  | 分银行类型永续债发行规模 (亿元)         | 6  |
| 图 5  | 二级资本债收益率 (%)              | 6  |
| 图 6  | 永续债收益率 (%)                | 6  |
| 图 7  | 1Y 期各等级二级资本债利差 (BP)       | 7  |
| 图 8  | 3Y 期各等级二级资本债利差 (BP)       | 7  |
| 图 9  | 5Y 期各等级二级资本债利差 (BP)       | 8  |
| 图 10 | 3Y 期各等级永续债利差 (BP)         | 8  |
| 图 11 | AAA-永续债与二级资本债利差 (BP)      | 8  |
| 图 12 | AA+永续债与二级资本债利差 (BP)       | 8  |
| 图 13 | 二级资本债成交额 (亿元)             | 8  |
| 图 14 | 永续债成交额 (亿元)               | 8  |
| 图 15 | 二级资本债与永续债活跃券平均成交额 (亿元)    | 9  |
| 图 16 | 二级资本债与永续债活跃券平均换手率 (%)     | 9  |
| 图 17 | 保险资本补充债发行规模与只数 (亿元, 只)    | 9  |
| 图 18 | 证券公司次级债发行规模与只数 (亿元, 只)    | 9  |
| 图 19 | 保险资本补充债与证券公司次级债月换手率 (%)   | 10 |
| 图 20 | 保险资本补充债与证券公司次级债月成交额 (亿元)  | 10 |
| 图 21 | AAA 保险资本补充债与券商次级债二级利差 (%) | 10 |

## 表目录

---

|     |                                       |    |
|-----|---------------------------------------|----|
| 表 1 | 10/16-10/31 新发行商业银行次级债券 .....         | 5  |
| 表 2 | 二级资本债、永续债收益率水平和变动幅度（%，BP） .....       | 6  |
| 表 3 | 二级资本债、永续债信用利差水平和变动幅度（BP） .....        | 7  |
| 表 4 | 二级资本债利率水平、与普通金融债利差（截至 10/31） .....    | 7  |
| 表 5 | 信用债品种利率水平与利差分位数（%，截至 10 月 31 日） ..... | 11 |

## 1. 一级发行：1907 亿元二级资本债+135 亿元永续债

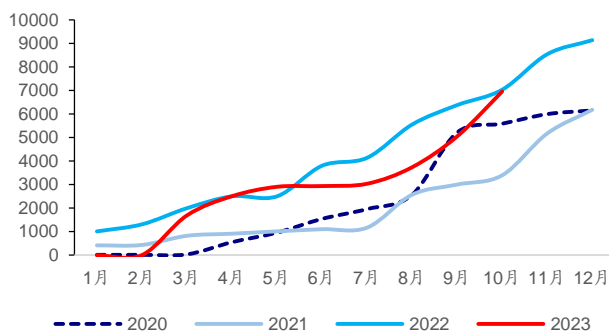
**二永债发行放量。**10 月后半月（10/16-10/31，下同）共新发 8 只二级资本债和 3 只银行永续债，合计规模分别为 1907 亿元和 135 亿元，较 10 月前半月分别环比增加 1904 亿元、减少 165 亿元。截至 10 月 31 日，今年共发行 6955 亿元二级资本债+2263 亿元永续债，分别达到去年总发行量的 76%、80%。

表 1 10/16-10/31 新发行商业银行次级债券

| 债券简称             | 发行人       | 银行类型     | 发行期限（年） | 发行规模（亿元） | 票面利率（%） |
|------------------|-----------|----------|---------|----------|---------|
| 23 重庆银行永续债 01    | 重庆银行      | 城市商业银行   | 5Y+NY   | 25       | 4.50    |
| 23 瓯海农商行二级资本债 01 | 浙江温州瓯海农商行 | 农村商业银行   | 5Y+5Y   | 6        | 4.80    |
| 23 中行二级资本债 03A   | 中国银行      | 国有大型商业银行 | 5Y+5Y   | 450      | 3.43    |
| 23 中行二级资本债 03B   | 中国银行      | 国有大型商业银行 | 10Y+5Y  | 250      | 3.53    |
| 23 建行二级资本债 02A   | 中国建设银行    | 国有大型商业银行 | 5Y+5Y   | 450      | 3.45    |
| 23 建行二级资本债 02B   | 中国建设银行    | 国有大型商业银行 | 10Y+5Y  | 150      | 3.53    |
| 23 北部湾银行永续债 01   | 广西北部湾银行   | 城市商业银行   | 5Y+NY   | 10       | 4.75    |
| 23 徽商银行永续债 01    | 徽商银行      | 城市商业银行   | 5Y+NY   | 100      | 3.80    |
| 23 农行二级资本债 03A   | 中国农业银行    | 国有大型商业银行 | 5Y+5Y   | 300      | 3.45    |
| 23 农行二级资本债 03B   | 中国农业银行    | 国有大型商业银行 | 10Y+5Y  | 300      | 3.55    |
| 23 株洲农商行二级资本债 01 | 株洲农商行     | 农村商业银行   | 5Y+5Y   | 1        | 5.20    |

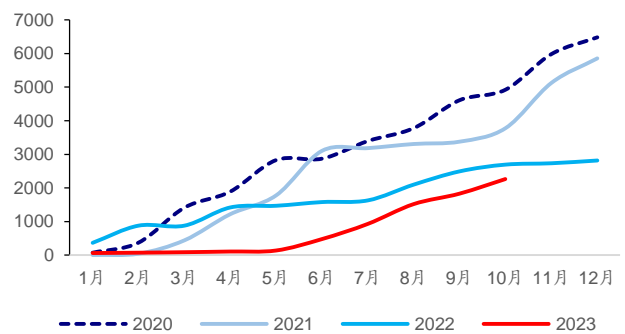
资料来源：Wind，海通证券研究所

图1 二级资本债累计发行规模（亿元）



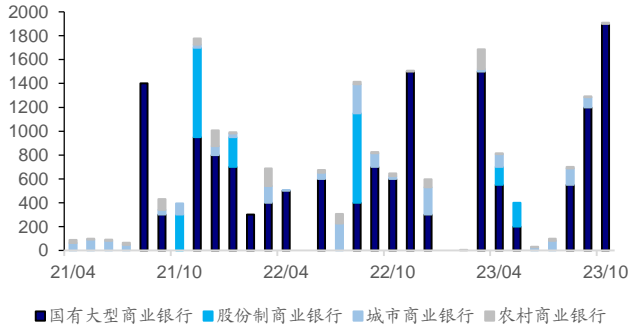
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

图2 永续债累计发行规模（亿元）



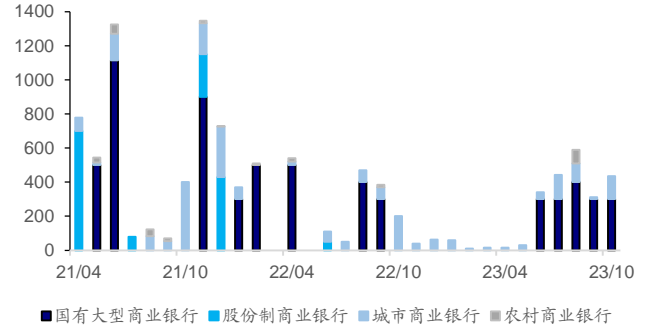
资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

图3 分银行类型二级资本债发行规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

图4 分银行类型永续债发行规模(亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

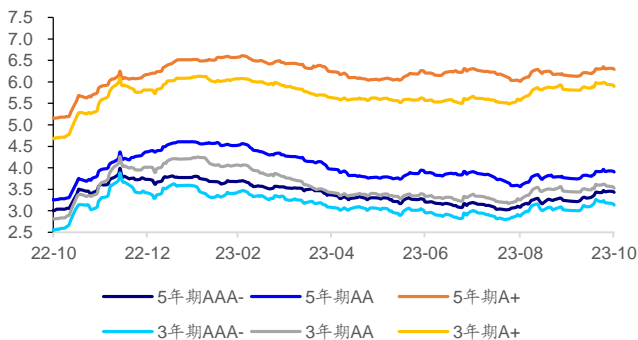
## 2. 收益率&利差: 中长久期二永债信用利差走阔

表2 二级资本债、永续债收益率水平和变动幅度(%, BP)

|               | 二级资本债 |       |       |       |       |       |       |       |      |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|               | 5Y期   |       |       |       |       | 3Y期   |       |       |      |       |       |       |
|               | AAA-  | AA+   | AA    | AA-   | A+    | A     | AAA-  | AA+   | AA   | AA-   | A+    | A     |
| 2023/10/31收益率 | 3.43  | 3.51  | 3.90  | 4.97  | 6.29  | 7.67  | 3.13  | 3.22  | 3.53 | 4.59  | 5.90  | 7.27  |
| 较2023/10/13变动 | 13.48 | 9.63  | 7.63  | 7.63  | 7.63  | 7.63  | 1.01  | 3.92  | 2.93 | 2.93  | 2.93  | 2.93  |
| 较2023/9/28变动  | 18.78 | 15.36 | 13.36 | 13.36 | 13.36 | 13.36 | 11.08 | 9.91  | 9.92 | 9.92  | 9.92  | 9.92  |
| 较2022/11/30变动 | 17.09 | 19.07 | 13.91 | 11.09 | 11.09 | 14.09 | 2.56  | 5.64  | 3.61 | 26.39 | 35.39 | 37.39 |
|               | 永续债   |       |       |       |       |       |       |       |      |       |       |       |
|               | 5Y期   |       |       |       |       | 3Y期   |       |       |      |       |       |       |
|               | AAA-  | AA+   | AA    | AA-   | A+    | A     | AAA-  | AA+   | AA   | AA-   | A+    | A     |
| 2023/10/31收益率 | 3.48  | 3.60  | 4.23  | 5.76  | 7.38  |       | 3.24  | 3.29  | 3.66 | 5.11  | 6.65  |       |
| 较2023/10/13变动 | 3.77  | 7.77  | 6.77  | 5.77  | 5.77  |       | 3.30  | 3.30  | 3.30 | 0.70  | 0.70  |       |
| 较2023/9/28变动  | 10.32 | 14.32 | 10.32 | 9.32  | 9.32  |       | 9.34  | 9.34  | 6.34 | 2.34  | 2.34  |       |
| 较2022/11/30变动 | 27.49 | 18.47 | 9.53  | 2.53  | 9.53  |       | 22.36 | 19.82 | 4.82 | 30.18 | 60.18 |       |

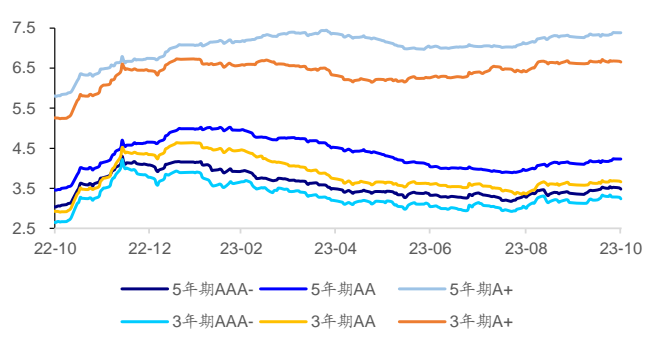
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 二级资本债收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

图6 永续债收益率(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

与10月13日相比, 中长久期二永债信用利差明显走阔, 短久期变动不大或收窄。其中, 1Y期永续债和高等级二级资本债变动不大, 1Y期中低等级二级资本债利差收窄4BP左右。3Y期二永债信用利差普遍走阔3-4BP, 5Y期信用利差普遍走阔4-14BP。

表 3 二级资本债、永续债信用利差水平和变动幅度 (BP)

|               | 二级资本债 |     |     |     |     |      |     |     |     |     |      |     |     |     |     |
|---------------|-------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|
|               | 5Y期   |     |     |     |     | 3Y期  |     |     |     |     | 1Y期  |     |     |     |     |
|               | AAA-  | AA+ | AA  | AA- | A+  | AAA- | AA+ | AA  | AA- | A+  | AAA- | AA+ | AA  | AA- | A+  |
| 2023/10/31利差  | 84    | 92  | 131 | 238 | 370 | 64   | 72  | 103 | 209 | 340 | 41   | 43  | 52  | 145 | 260 |
| 较2023/10/13变动 | 14    | 10  | 8   | 8   | 8   | 4    | 4   | 3   | 3   | 3   | 0    | 2   | 5   | -4  | -4  |
| 较2023/9/28变动  | 17    | 13  | 11  | 11  | 11  | 7    | 6   | 3   | 3   | 3   | -2   | -1  | -11 | -10 | -10 |
| 较2022/12/31变动 | -6    | -12 | -23 | 15  | 36  | -24  | -30 | -44 | 7   | 13  | -28  | -34 | -64 | -34 | -30 |
| 较2022/11/30变动 | 12    | 10  | 25  | 60  | 70  | 1    | 1   | 8   | 43  | 52  | -14  | -16 | -28 | 4   | 1   |
|               | 永续债   |     |     |     |     |      |     |     |     |     |      |     |     |     |     |
|               | 5Y期   |     |     |     |     | 3Y期  |     |     |     |     | 1Y期  |     |     |     |     |
|               | AAA-  | AA+ | AA  | AA- | A+  | AAA- | AA+ | AA  | AA- | A+  | AAA- | AA+ | AA  | AA- | A+  |
| 2023/10/31利差  | 89    | 101 | 164 | 317 | 479 | 75   | 80  | 117 | 262 | 416 | 48   | 51  | 68  | 186 | 320 |
| 较2023/10/13变动 | 4     | 8   | 7   | 6   | 6   | 4    | 4   | 4   | 0   | 0   | -1   | 0   | 0   | 0   | 0   |
| 较2023/9/28变动  | 8     | 12  | 8   | 7   | 7   | 5    | 5   | 2   | -2  | -2  | -6   | -6  | -4  | -4  | -4  |
| 较2022/12/31变动 | -36   | -34 | -18 | 41  | 88  | -49  | -33 | -33 | 12  | 27  | -44  | -51 | -79 | -53 | -34 |
| 较2022/11/30变动 | 2     | 11  | 39  | 82  | 120 | 5    | 3   | 12  | 47  | 77  | -14  | -14 | -16 | -2  | 14  |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 二级资本债利率水平、与普通金融债利差 (截至 10/31)

|       |               | 利率水平 (%)       |      |      |      |      |      |
|-------|---------------|----------------|------|------|------|------|------|
|       |               | 5年期            |      |      | 3年期  |      |      |
|       |               | AAA-           | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   |
| 二级资本债 | 中位数           | 3.51           | 3.60 | 3.93 | 3.18 | 3.22 | 3.53 |
|       | 当前水平          | 3.43           | 3.51 | 3.90 | 3.13 | 3.22 | 3.53 |
|       | 10月31日分位数     | 36             | 39   | 45   | 45   | 49   | 50   |
|       | 10月13日分位数     | 24             | 30   | 39   | 39   | 45   | 47   |
|       |               | 与普通金融债利差 (5年期) |      |      |      |      |      |
|       |               | AAA-           | AA+  | AA   | AA-  | A+   |      |
| 二级资本债 | 中位数 (bp)      | 35             | 35   | 59   | 105  | 146  |      |
|       | 当前水平 (bp)     | 52             | 52   | 79   | 157  | 242  |      |
|       | 10月31日分位数 (%) | 80             | 79   | 66   | 83   | 92   |      |
|       | 10月13日分位数 (%) | 60             | 71   | 60   | 80   | 90   |      |

注: 数据为滚动三年分位数

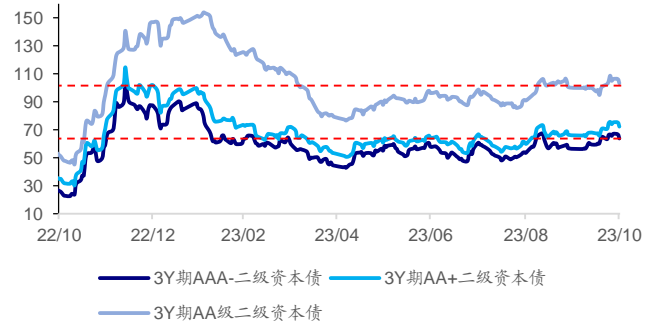
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 1Y期各等级二级资本债利差 (BP)

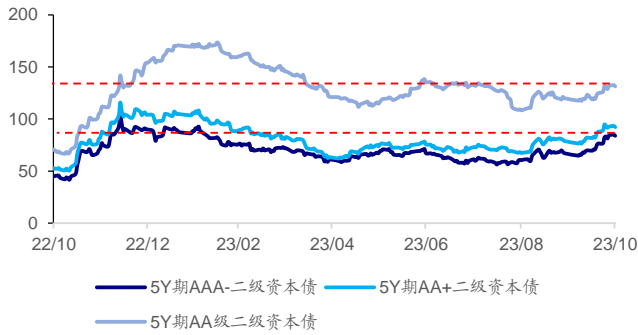


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

图8 3Y期各等级二级资本债利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

**图9 5Y期各等级二级资本债利差 (BP)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

**图10 3Y期各等级永续债利差 (BP)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

**二永品种利差收窄。**截至 10 月 31 日, 5 年期和 3 年期 AAA-二永品种利差分别为 7BP、11BP, 较 10 月 13 日分别收窄 10BP、收窄 1BP; AA+品种利差分别为 9BP、8BP, 较 10 月 13 日分别收窄 2BP、1BP。

**图11 AAA-永续债与二级资本债利差 (BP)**

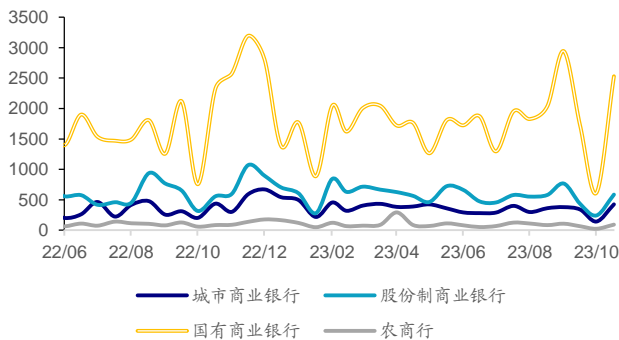

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

**图12 AA+永续债与二级资本债利差 (BP)**

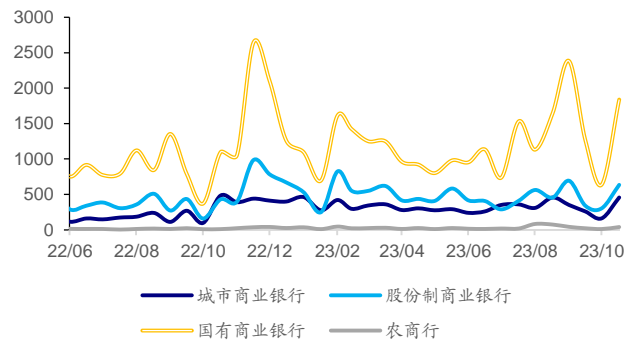

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

### 3. 成交统计: 二永债成交活跃度提升

**二永债成交量较 9 月后半月大幅上升。**10 月后半月商业银行次级债成交额为 6611 亿元, 相较于 9 月后半月上升 2123 亿元。二级资本债、永续债成交额分别为 3600 亿元、3011 亿元, 较 9 月后半月分别上升 1012 亿元、1111 亿元。分类型来看, 与 9 月后半月相比, 大行二级资本债、永续债成交额分别上升 809 亿元、573 亿元。

**图13 二级资本债成交额 (亿元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

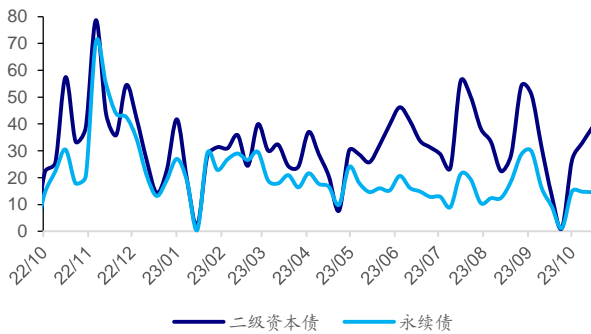
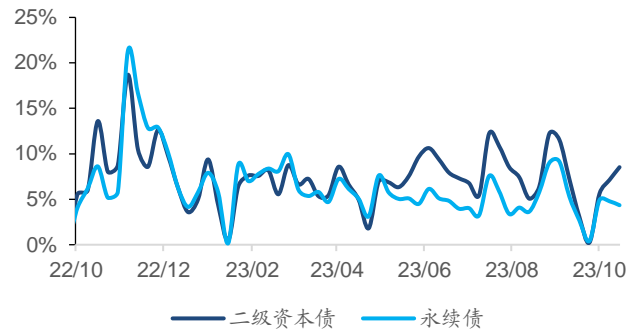
**图14 永续债成交额 (亿元)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 10/31

**10 月最后一周, 二级资本债活跃券成交额和换手率较前一周明显上行。**我们计算中债隐含评级为 AA+和 AAA-的商业银行次级债 22 年以来每周的换手率, 并将每周前 30



名的债券计为 1 分，加总 22 年以来的得分并排名，将排名前 15 名的债券作为活跃券。10/23-10/30，二级资本债和永续债活跃券平均成交额分别为 29 亿元、15 亿元，较前一周分别上升 6 亿元、持平；换手率（当周成交额/月初债券余额）分别为 8.5%、4.3%，较前一周分别上行 1.4pcts、下行 0.4pcts。

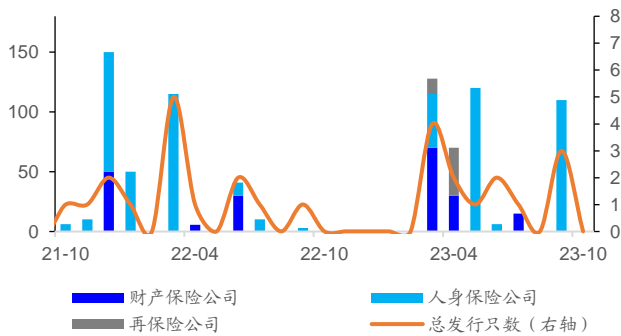
**图15 二级资本债与永续债活跃券平均成交额（亿元）**

**图16 二级资本债与永续债活跃券平均换手率（%）**


资料来源：Wind，海通证券研究所

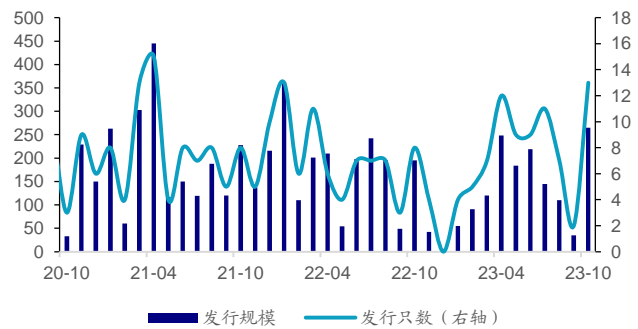
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 4. 保险和券商次级债：发行放量、二级利差回升

**证券公司债发行放量。**10 月后半月，证券公司次级债新发 12 只，合计规模为 235 亿元，较 10 月前半月环比增加 205 亿元。无新发保险资本补充债。

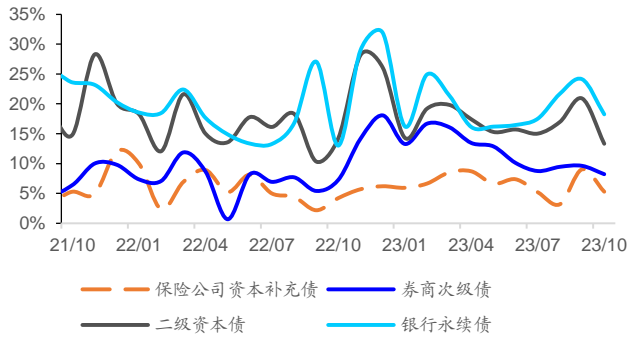
**图17 保险资本补充债发行规模与只数（亿元，只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

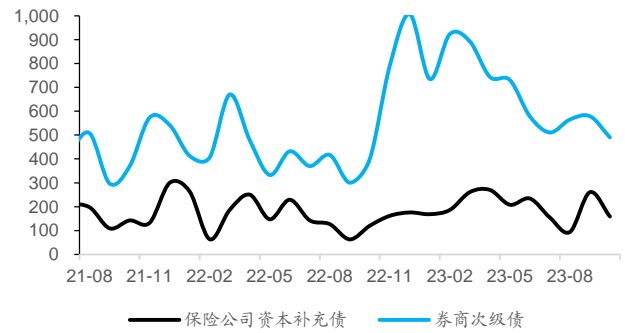
**图18 证券公司次级债发行规模与只数（亿元，只）**


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

与去年同期水平相比，**保险资本补充债和券商次级债成交活跃度上升。**10 月保险资本补充债和券商次级债换手率（换手率=10 月成交额/月初存量）分别为 5.3%、8.2%，较去年同期水平分别上升 1.1pcts、0.9pcts。与二级资本债对比来看，保险资本补充债与券商次级债换手率分别较二级资本债低 8pcts，低 5.1pcts。**成交额方面，10 月保险资本补充债和券商次级债成交额分别为 159 亿元、490 亿元，分别达到 9 月成交额的 61%、85%，较去年同期水平分别增加 39 亿元、91 亿元。**

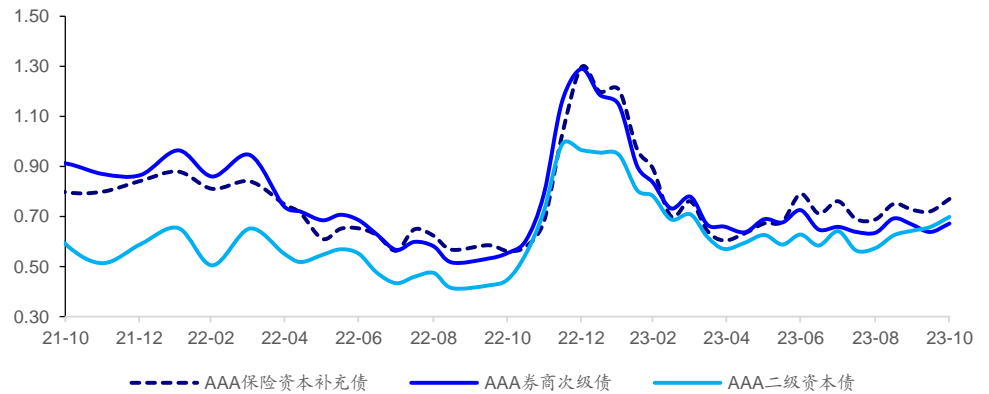
**图19 保险资本补充债与证券公司次级债月换手率 (%)**


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

**图20 保险资本补充债与证券公司次级债月成交额 (亿元)**


资料来源：Wind，海通证券研究所；截至 10/31

**保险资本补充债和券商次级债二级利差回升。**我们用存量 AAA 债券的估值收益率减去当天相同剩余期限国债收益率作为个券利差,以个券余额占存量 AAA 债券总余额的比重作为权重,计算 AAA 保险资本补充债、券商次级债和二级资本债的二级利差。截至 10 月 31 日,保险资本补充债、券商次级债的二级利差分别为 0.77%、0.67%,较 10 月 13 日分别上行 5BP、3BP。对比来看,截至 10 月 31 日,AAA 保险资本补充债、券商次级债平均利差分别较二级资本债高 7BP、低 3BP。

**图21 AAA 保险资本补充债与券商次级债二级利差 (%)**


资料来源：WIND，海通证券研究所

## 5. 总结与投资价值分析

**一级发行方面**, 9-10 月共有 2680 亿元二永债集中进入赎回期, 共新发二永债 3964 亿元, 净融资量超 1300 亿元。债券发行主要集中在 10 月后半月 (共新发 1907 亿元二级资本债+135 亿元永续债), 其中有 1900 亿元二级资本债为大行贡献。截至 10 月 31 日, 今年共发行 6955 亿元二级资本债+2263 亿元永续债, 分别达到去年总发行量的 76%、80%。

**二级成交市场方面**, 10 月后半月, 二永债成交量较 9 月后半月大幅上升。与 10 月 13 日相比, 中长久期二永债信用利差明显走阔, 短久期变动不大或收窄。其中, 1Y 期中低等级二级资本债利差收窄 4BP 左右。3Y 期二永债信用利差普遍走阔 3-4BP, 5Y 期信用利差普遍走阔 4-14BP。

截至 10 月 31 日, 3-5 年期高等级二永债信用利差已整体位于近 3 年来 80%分位数附近, 建议关注配置价值。后续二永债信用利差波动性或仍较大: 1) 供给端方面, 四大行 TLAC 缺口较大, 明年永续债将逐渐进入赎回期, 中行和农行已分别获批 4500 亿元二永债发行额度, 大行具有发行二永债的能力和意愿, 但发行节奏较 10 月后半月可

能有所放缓。2) 需求端方面, 年末机构止盈需求或升温, 且资本管理办法临近实施<sup>1</sup>, 关注银行自营或者委外抛售二永债的风险。3) 11月资金面压力或有所缓解, 货币政策有望稳健宽松, 关注震荡行情中二永债交易性机会。

**表 5 信用债品种利率水平与利差分位数(%, 截至 10 月 31 日)**

| 10月31日          |     | 二级资本债 |      |      | 永续债    |      |      | 中票     |      |      | 城投债   |      |      |
|-----------------|-----|-------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|-------|------|------|
|                 |     | AAA-  | AA+  | AA   | AAA-   | AA+  | AA   | AAA    | AA+  | AA   | AAA   | AA+  | AA   |
| 当前利率水平          | 1年期 | 2.78  | 2.80 | 2.90 | 2.85   | 2.88 | 3.05 | 2.68   | 2.80 | 2.85 | 2.76  | 2.81 | 2.90 |
|                 | 2年期 | 2.93  | 3.01 | 3.12 | 3.04   | 3.09 | 3.29 | 2.81   | 3.00 | 3.16 | 2.85  | 2.94 | 3.12 |
|                 | 3年期 | 3.13  | 3.22 | 3.53 | 3.24   | 3.29 | 3.66 | 2.90   | 3.12 | 3.36 | 2.97  | 3.14 | 3.37 |
|                 | 4年期 | 3.31  | 3.37 | 3.70 | 3.40   | 3.49 | 4.03 | 2.98   | 3.24 | 3.57 | 3.12  | 3.31 | 3.59 |
|                 | 5年期 | 3.43  | 3.51 | 3.90 | 3.48   | 3.60 | 4.23 | 3.14   | 3.46 | 3.79 | 3.17  | 3.39 | 3.67 |
| 与国开债利差所处分位数(3年) | 1年期 | 31    | 30   | 20   | 27     | 25   | 17   | 26     | 25   | 18   | 51    | 34   | 27   |
|                 | 2年期 | 67    | 72   | 42   | 71     | 72   | 39   | 74     | 77   | 60   | 82    | 59   | 63   |
|                 | 3年期 | 79    | 78   | 67   | 81     | 81   | 59   | 73     | 70   | 24   | 84    | 79   | 76   |
|                 | 4年期 | 82    | 77   | 67   | 82     | 83   | 76   | 71     | 72   | 32   | 92    | 88   | 87   |
|                 | 5年期 | 86    | 80   | 66   | 76     | 85   | 70   | 82     | 85   | 42   | 83    | 79   | 55   |
| 与国开债利差所处分位数(1年) | 1年期 | 37    | 32   | 24   | 24     | 23   | 11   | 37     | 41   | 30   | 60    | 42   | 29   |
|                 | 2年期 | 61    | 65   | 37   | 51     | 53   | 16   | 73     | 79   | 65   | 78    | 39   | 36   |
|                 | 3年期 | 75    | 72   | 61   | 63     | 61   | 44   | 69     | 62   | 14   | 83    | 70   | 55   |
|                 | 4年期 | 75    | 72   | 59   | 67     | 69   | 66   | 76     | 73   | 59   | 86    | 77   | 73   |
|                 | 5年期 | 84    | 77   | 54   | 69     | 73   | 51   | 82     | 80   | 62   | 77    | 67   | 33   |
|                 |     | 企业债   |      |      | 永续期产业债 |      |      | 非公开产业债 |      |      | 普通金融债 |      |      |
|                 |     | AAA   | AA+  | AA   | AAA    | AA+  | AA   | AAA    | AA+  | AA   | AAA   | AA+  | AA   |
| 当前利率水平          | 1年期 | 2.71  | 2.82 | 2.88 | 2.87   | 2.94 | 3.29 | 2.83   | 2.97 | 3.05 | 2.63  | 2.69 | 2.75 |
|                 | 2年期 | 2.82  | 3.00 | 3.17 | 3.16   | 3.20 | 3.67 | 3.00   | 3.21 | 3.41 | 2.71  | 2.77 | 2.85 |
|                 | 3年期 | 2.91  | 3.12 | 3.36 | 3.28   | 3.35 | 3.93 | 3.11   | 3.34 | 3.74 | 2.78  | 2.88 | 2.96 |
|                 | 4年期 | 2.98  | 3.25 | 3.57 | 3.35   | 3.62 | 4.15 | 3.26   | 3.63 | 4.03 | 2.81  | 2.91 | 3.01 |
|                 | 5年期 | 3.13  | 3.50 | 3.82 | 3.51   | 3.88 | 4.37 | 3.42   | 3.88 | 4.28 | 2.89  | 2.99 | 3.12 |
| 与国开债利差所处分位数(3年) | 1年期 | 43    | 33   | 19   | 44     | 14   | 29   | 19     | 17   | 2    | 34    | 22   | 12   |
|                 | 2年期 | 78    | 83   | 52   | 86     | 58   | 57   | 48     | 40   | 23   | 81    | 56   | 16   |
|                 | 3年期 | 75    | 77   | 24   | 81     | 49   | 35   | 54     | 40   | 22   | 91    | 87   | 53   |
|                 | 4年期 | 72    | 79   | 31   | 82     | 64   | 43   | 71     | 59   | 17   | 82    | 69   | 35   |
|                 | 5年期 | 80    | 92   | 59   | 80     | 68   | 45   | 81     | 70   | 31   | 69    | 53   | 36   |
| 与国开债利差所处分位数(1年) | 1年期 | 49    | 45   | 35   | 49     | 14   | 47   | 22     | 21   | 7    | 47    | 39   | 31   |
|                 | 2年期 | 69    | 76   | 63   | 78     | 60   | 53   | 69     | 27   | 21   | 70    | 51   | 33   |
|                 | 3年期 | 63    | 66   | 14   | 69     | 30   | 18   | 63     | 14   | 13   | 96    | 94   | 78   |
|                 | 4年期 | 69    | 66   | 52   | 70     | 54   | 65   | 80     | 32   | 12   | 88    | 85   | 76   |
|                 | 5年期 | 77    | 82   | 75   | 61     | 60   | 53   | 83     | 39   | 25   | 95    | 92   | 74   |

注: 数据分别为滚动三年分位数和滚动一年分位数, 永续债利差滚动三年分位数为 2021 年 8 月 16 日以来。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 基本面变化、政策不及预期、信用风险、供给大幅放量、债市调整或政策变化引发需求端抛售、数据统计存在遗漏或偏差。

<sup>1</sup> <http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=1134197&itemId=928>

## 信息披露

### 分析师声明

孙丽萍 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)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长  
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长  
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理  
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理  
(010)50949926 st9998@haitong.com

## 宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com  
应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com  
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com  
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com  
联系人  
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com  
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com  
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

## 金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com  
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com  
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com  
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com  
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com  
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com  
联系人  
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com  
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com  
卓伊萱 zyx15314@haitong.com

## 金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com  
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com  
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com  
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com  
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com  
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com  
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com  
联系人  
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com  
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com  
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com  
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

## 固定收益研究团队

姜珺珊(021)23154121 jps10296@haitong.com  
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com  
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com  
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com  
联系人  
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com  
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com  
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

## 策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com  
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com  
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com  
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com  
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com  
联系人  
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com  
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com  
陈菲 cf15315@haitong.com

## 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com  
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com  
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

## 政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com  
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com  
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com  
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com  
李姝馨(021)23185833 lsx11330@haitong.com  
联系人  
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

## 石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com  
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com  
联系人  
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

## 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com  
梁广楷(010)56760096 lkg12371@haitong.com  
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com  
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com  
联系人  
彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com  
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com  
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

## 汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com  
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com  
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com  
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com  
联系人  
石佳艺 sjy15440@haitong.com

## 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com  
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com  
联系人  
余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com  
阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com

## 批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com  
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com  
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com  
曹蕾娜 cln13796@haitong.com  
联系人  
张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com  
李艺冰 lyb15410@haitong.com  
王逸欣 wyx15478@haitong.com

## 互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com  
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com  
联系人  
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

## 有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com  
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com  
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com  
联系人  
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

## 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com  
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com  
联系人  
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

|  |   |   |
|--|---|---|
| <b>电子行业</b><br>张晓飞 zxf15282@haitong.com<br>李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com<br>肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com<br>华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com<br>薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com<br>联系人<br>文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com<br>酆奕滢 lyy15347@haitong.com<br>张 幸 zx15429@haitong.com | <b>煤炭行业</b><br>李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com<br>王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com<br>联系人<br>朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com  | <b>电力设备及新能源行业</b><br>吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com<br>房 青(021)23219692 fangq@haitong.com<br>徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com<br>马天一 02123219171 mty15264@haitong.com<br>胡惠民 hhm15487@haitong.com<br>联系人<br>姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com<br>马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com<br>吴志鹏 wzp15273@haitong.com |
| <b>基础化工行业</b><br>刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com<br>张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com<br>孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com<br>李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com<br>李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com   | <b>计算机行业</b><br>郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com<br>杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com<br>于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com<br>洪琳(021)23185682 hl11570@haitong.com<br>联系人<br>杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com<br>夏思寒 xsh15310@haitong.com<br>杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com | <b>通信行业</b><br>余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com<br>杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com<br>联系人<br>夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com<br>徐 卓 xz14706@haitong.com   |
| <b>非银行金融行业</b><br>何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com<br>任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com<br>孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com<br>联系人<br>曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com<br>肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com  | <b>交通运输行业</b><br>虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com<br>陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com<br>罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com  | <b>纺织服装行业</b><br>梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com<br>盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com<br>联系人<br>王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com   |
| <b>建筑建材行业</b><br>冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com<br>潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com<br>申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com  | <b>机械行业</b><br>赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com<br>赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com<br>联系人<br>刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com   | <b>钢铁行业</b><br>刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com   |
| <b>建筑工程行业</b><br>张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com<br>联系人<br>曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com<br>郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com  | <b>农林牧渔行业</b><br>李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com<br>巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com<br>冯 鹤 fh15342@haitong.com  | <b>食品饮料行业</b><br>颜慧菁 yhj12866@haitong.com<br>张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com<br>程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com<br>联系人<br>张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com   |
| <b>军工行业</b><br>张恒昶 zhx10170@haitong.com<br>联系人<br>刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com<br>胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com   | <b>银行行业</b><br>林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com<br>联系人<br>董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com<br>徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com  | <b>社会服务行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com<br>许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com<br>联系人<br>毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com<br>王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com   |
| <b>家电行业</b><br>陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com<br>李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com<br>刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com<br>联系人<br>吕浦源 lpy15307@haitong.com  | <b>造纸轻工行业</b><br>郭庆龙 gql13820@haitong.com<br>高翩然 gpr14257@haitong.com<br>王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com<br>吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com   | <b>环保行业</b><br>戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com<br>联系人<br>杨寅琛 yyc15266@haitong.com   |

## 研究所销售团队

## 深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com  
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com  
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com  
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com  
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com  
欧阳梦楚(0755)23617160  
oymc11039@haitong.com  
巩柏含 gbh11537@haitong.com  
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

## 上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com  
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com  
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com  
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com  
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com  
马晓男 mxn11376@haitong.com  
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com  
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com  
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com  
谭德康 tdk13548@haitong.com  
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com  
张歆钰 zxy14733@haitong.com  
周之斌 zzb14815@haitong.com

## 北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com  
董晓梅 dxm10457@haitong.com  
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com  
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com  
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com  
张钧博 zjb13446@haitong.com  
高瑞 gr13547@haitong.com  
上官灵芝 sglz14039@haitong.com  
姚坦 yt14718@haitong.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