

【华福固收】聊聊“市场化经营主体”的几个关注点

——信用周观察 20240225

团队成员

事件点评：

➤ 聊聊“市场化经营主体”的几个关注点

2023年11月以来，陆续出现城投公司在募集说明书或债券注册文件中增加“发行人为市场化经营主体”等类似的承诺，对此有几个关注点。

Q：为何发行人要作出“市场化经营”的声明？

“一揽子化债”稳步推进，“遏制增量”目标约束之下城投融资端收紧，城投名单制管理谈论愈发火热，也正是在此背景和时间节点之下，一批城投公司作出此类声明。因此可以推测，这些主体一方面或是发新债受到严监控，为了便于发债而作出此类声明；另一方面也是响应隐债化解的政策号召，厘清与政府之间的界限。

Q：“市场化经营”声明与此前“退平台”有何异同？

相同点：两者均是地方化债背景下城投进行转型的探索，都有利于地方债务管理与化解。**不同点：**市场化经营主体仍有较强融资需求，声明退平台主体更多是地方政府响应城投转型政策的号召。

Q：“市场化经营主体”有何特点？

(1) 主体业务呈现多元化状态；(2) 多集中于非重点化债省份；(3) 地市级平台数量较多；(4) 多数为中高等级平台；(5) 所涉债券期限多为1年以下短期或者5年以上长期、隐含级别AA(2)级别为主。

Q：“市场化经营主体”定价逻辑如何演绎？

我们通过对所涉债券发行利率的偏离情况以及所涉主体近期估值的超额变动情况进行梳理，发现当前市场经营主体的声明并未对其市场定价产生明显风险溢价，这反映了投资者仍旧将这些主体所发债券当作城投债进行投资。

对于市场化经营主体的定价逻辑是否转变，核心关注这些平台与政府之间是否已经厘清界限，其业务是否真正实现了市场化转型，新发债募集资金用途的拓宽或许是一个信号。后续应当密切关注募集资金用途是否进一步拓宽。若有更多城投公司实现了真正的市场化经营转型，那么对市场化经营主体的投资或许会逐渐回归到其基本面，对这些主体风险判断也应当更多落脚于自身偿债能力。

➤ 基本面观察

跟踪期内（2024.02.19-2024.02.23）没有违约和展期事件。

➤ 收益率图谱

隐含评级AA+级和AA级，城投债，1-2年在2.55%-2.73%，2-3年在2.65%-2.85%；国企产业债，1-2年在2.71%-3.24%，2-3年在2.81%-3.11%；银行二永债，1-2年在2.42%-2.68%，2-3年在2.53%-2.81%。

➤ 一级市场

信用债发行量和净融资额环比增加，城投债发行量和净融资额发行量环比增加。发行利率方面，本周信用债加权票面利率为2.60%，较上周下降3BP，城投债票面利率为2.81%，较上周下降2BP，产业债票面利率为2.66%，较上周下降46BP，城投-产业息差为14.99BP。

➤ 二级市场

本周信用债总成交量为7387.89亿元，环比上升18.88%。信用利差方面，AAA、AA+、AA级城投债信用利差较上期分别变动了4.61bps、4.38bps和3.57bps。成交异常方面，本周产业债高估值成交债券数量为229只，低估值成交债券数量为209只；城投债高估值成交债券数量为1858只，低估值成交债券数量为282只。

➤ 风险提示

市场风险超预期、政策边际变化。

分析师：李清荷

执业证书编号：S0210522080001

邮箱：lqh3793@hfzq.com.cn

研究助理：徐曦

邮箱：xx30218@hfzq.com.cn

相关报告

- 《探究城投转型之路：国有资本运营公司》——2024.02.22
- 《如何理解LPR不对称调降？——2月20日降息点评》——2024.02.20
- 《聊聊地方化债路径选择（2024版）》——2023.02.19

正文目录

1 聊聊“市场化经营主体”的几个关注点	1
1.1 为何发行人要作出“市场化经营”的声明?	1
1.2 “市场化经营”声明与此前“退平台”有何异同?	2
1.3 “市场化经营主体”有何特征?	2
1.4 “市场化经营主体”定价逻辑如何演绎?	5
2 本周重点信用事件	8
3 收益率图谱	9
4 信用债市场回顾	12
4.1 一级市场	12
4.1.1 发行规模——信用债发行量和净融资额环比增加,城投债发行量和净融资额发行量环比增加	12
4.1.2 发行利率——本周加权票面利率呈下降趋势以及票面-投标下限空间呈下降趋势	13
4.1.3 发行进度——本周交易所审批进度变慢,协会审批进度变慢	15
4.2 二级市场	15
4.2.1 成交量——信用债成交热度较上周下降	15
4.2.2 信用利差——本周城投债利差大部分较上周走宽	16
4.2.3 成交异常——本周产业债高估值成交个券多于低估值成交,城投债高估值成交个券多于低估值成交	18
4.2.4 机构行为——整体现券成交情况有所分化	19
5 风险提示	20

图表目录

图表 1: 城投公司债终止审核数量与规模 (亿元, 只)	1
图表 2: “市场化经营主体”区域分布情况	3
图表 3: “市场化经营主体”行政级别分布情况	3
图表 4: “市场化经营主体”评级分布情况	4
图表 5: “市场化经营主体”涉及债券期限分布情况	4
图表 6: “市场化经营主体”涉及债券债项隐含评级分布情况	4
图表 7: “24 烟台蓝天 SCP001”募集资金用途 (单位: 万元)	5
图表 8: 烟台蓝天主营业务收入构成 (2023 年中报)	5
图表 9: 发行利率与当天同评级同期限中债估值偏离情况	6
图表 10: 市场化经营主体和城投整体收益率及收益率下行情况 (BPS)	6
图表 11: 市场化经营主体比城投整体信用利差超额收窄幅度 (BPS)	7
图表 12: 2024/02/16 各省份市场化经营主体与城投整体信用利差超额收窄情况 (BPS)	7
图表 13: 本周重点信用事件明细梳理	8
图表 14: 本周各期限城投债收益率情况 (%)	9
图表 15: 各省份城投债收益率情况 (%)	9
图表 16: 本周各期限产业债收益率情况 (%)	10
图表 17: 各行业产业债收益率情况 (%)	10
图表 18: 本周金融债收益率情况 (%)	11

图表 19: 信用债发行 1651.05 亿元, 较上期环比增加 101.84%.....	12
图表 20: 城投债发行 720.35 亿元, 较上期环比增加 110.16%.....	12
图表 21: 本周各类型信用债发行量.....	12
图表 22: 本周各等级信用债发行量.....	12
图表 23: 本周信用债取消发行量.....	13
图表 24: 本周信用债票面利率.....	13
图表 25: 本周城投债和产业债票面利率.....	13
图表 26: 本周信用债票投标下限.....	14
图表 27: 本周城投债和产业债投标下限.....	14
图表 28: 本周信用债各评级投标下限.....	14
图表 29: 本周信用债各期限投标下限.....	14
图表 30: 本周信用债审批进度.....	15
图表 31: 本周城投债审批进度.....	15
图表 32: 本周产业债、城投债成交情况 (亿元).....	15
图表 33: 本周城投债各评级成交情况 (亿元).....	16
图表 34: 本周产业债各评级成交情况 (亿元).....	16
图表 35: 本周各评级城投债利差变动 (BP).....	16
图表 36: 本周各评级产业债利差变动 (BP).....	16
图表 37: 本周国企产业债各行业信用利差周变动 (BP).....	16
图表 38: 本周民企产业债各行业信用利差周变动 (BP).....	17
图表 39: 各省份城投债信用利差情况与同比变动 (BP, bps).....	17
图表 40: 本周城投债信用利差正向变动前二十 (BP).....	17
图表 41: 本周城投债信用利差负向变动前二十 (BP).....	17
图表 42: 本周产业债高估值与低估值成交前 10 个券.....	18
图表 43: 本周城投债高估值与低估值成交前 10 个券.....	18
图表 44: 各机构净买入信用债成交金额 (亿元).....	19
图表 45: 各主要机构净买入信用债分期限成交金额 (亿元).....	20
图表 46: 各主要机构净买入信用债分期限成交金额与上周比变动情况 (亿元).....	20

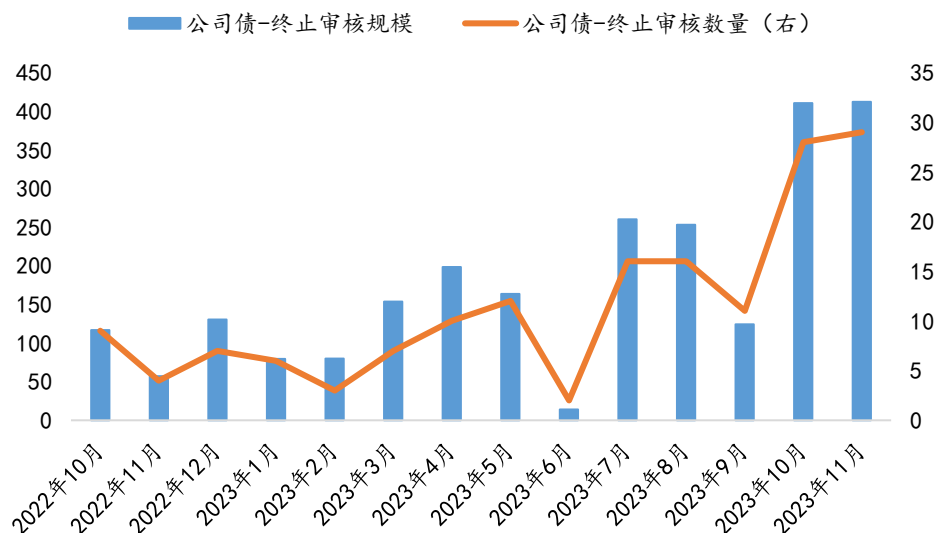
1 聊聊“市场化经营主体”的几个关注点

2023年11月以来，陆续出现城投公司在募集说明书或债券注册文件中增加“发行人为市场化经营主体”等类似的承诺，截至2024年2月19日，有相关声明的主体累计达135家，其中123家为华福口径的城投平台，相关主体存续债规模供给1.58万亿元。为何发行人要作出“市场化经营”的声明？此类发行人有何特点？又与此前“退平台”潮有何异同呢？市场化经营主体的未来融资方向与定价又会有怎么样的影响？我们讨论如下。

1.1 为何发行人要作出“市场化经营”的声明？

2023年7月24日中央政治局会议提出，要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。在此之后，“一揽子化债”稳步推进，在“遏制增量”这一目标约束之下，城投融资端收紧。我们2023年11月27日的报告《如何看待城投批文终止创新高？》就观察到当时城投公司债批文终止创新高，城投企业债与协会债受理/注册完成比例显著下降，10月终止数量与规模分别同比上升211.11%和252.06%。

图表 1: 城投公司债终止审核数量与规模 (亿元, 只)



来源: Wind, 华福证券研究所

与此同时，对于城投进行名单制管理的谈论也愈发火热，根据相关媒体报道，财政部去年9月向交易所、交易商协会下发了地方政府融资平台名单，名单内的主体仅能够借新还旧发债，不能新增融资，对于名单外的国企只有被认定为普通国企才可以新增融资。在此背景和时间节点之下，一批城投公司在募集说明书或

者债券注册文件中作出“发行人为市场化经营主体”声明，如江苏盐城港控股集团有限公司11月在新发行的短融募集说明书就在声明与承诺部分第一句表明“企业为市场化经营主体”。

可以推测，这些平台之所以作出市场化经营的声明，一方面或许是因为城投发行新债受到严格监控，为了便于发债而作出此类声明；另一方面也是响应隐债化解的政策号召，厘清与政府之间的界限，虽然目前仍具有较强的城投属性，但后续实现真正转型可期。

1.2 “市场化经营”声明与此前“退平台”有何异同？

首先，背景相同。两者均是地方化债背景下城投进行转型的探索。所谓“退平台”即城投主体公告退出政府融资平台，不再承担政府融资职能。我们在《城投“退平台”背后深意》一文中曾对此展开研究，发现从时间分布看，城投“退平台”分别在2022年末-2023年初、2023年8-9月达到两轮小高峰，“退平台”行为与地方隐债化解进程不谋而合。因此“市场化经营”和“退平台”都有利于地方债务的管理与化解。

其次，目的不同。市场化经营主体仍有较强融资需求，而声明退平台主体更多或是响应城投转型的政策号召。正如前文推测，此次“市场化经营主体”的声明热潮或是在“名单制”管控之下，为了新发债券而作出的，相应声明也是在债券发行相关的文件中出现，表示这些平台目前仍有着较强的融资需求。相比之下，“退平台”公告的发布主体为各区域政府部门，涉及的城投主体多为未公开发债企业，多为江苏等经济强省的区县平台。因此，我们认为，声明退出政府融资平台的目的更多的是区域政府响应政策号召，积极开展转型试点。

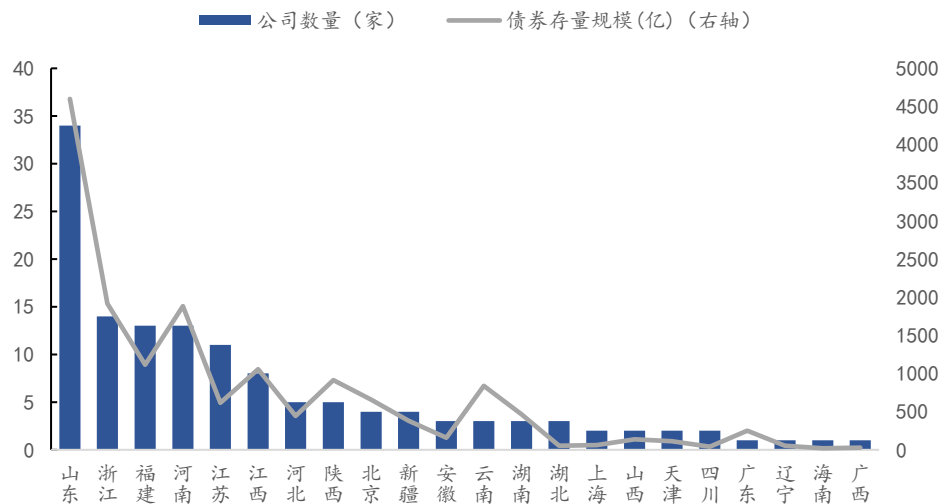
1.3 “市场化经营主体”有何特征？

截至2024年2月19日，有相关声明的主体累计达135家，此类主体有以下几个特征。

(1) **从主体业务来看，呈现多元化状态。**我们统计出的“市场化经营主体”的主营业务呈现出较为明显的业务多元化特征，逐渐从传统城市基础设施建设和公共服务向实体经济和金融领域拓展，很多主体的第一、二大主营业务为非传统城建业务，反而集中在贸易、房地产等领域，且基本上实现了市场化运营。说明开始逐步转型为非城投平台，后期可能就转为真正市场化经营的普通国企，债务也实现与政府脱钩。而烟台蓝天新发债的资金用途证明未来市场化经营主体资金用途可能会拓宽，后续对市场化经营主体风险判断也应当更多落脚于自身偿债能力。

(2)从区域分布上看,多集中于非重点化债省份。这些公司涉及福建,江苏,山东,浙江,福建等 22 个省份,数量和存续债券规模较大的省份基本不是重点化债对象。其中,山东、浙江和福建公司数量位列前三,分别有 34 家,14 家和 13 家,整体数量占比接近 50%;山东、浙江和河南公司存续债券规模最大,均超过 1800 亿元,其中山东更是高达 4599 亿元。可见所属沿海城市的城投公司承诺“市场化经营主体”较为积极,可能是在经济基础、政策扶持以及产业布局上都处于较为领先地位,为本地城投平台的转型提供了良好的基础。

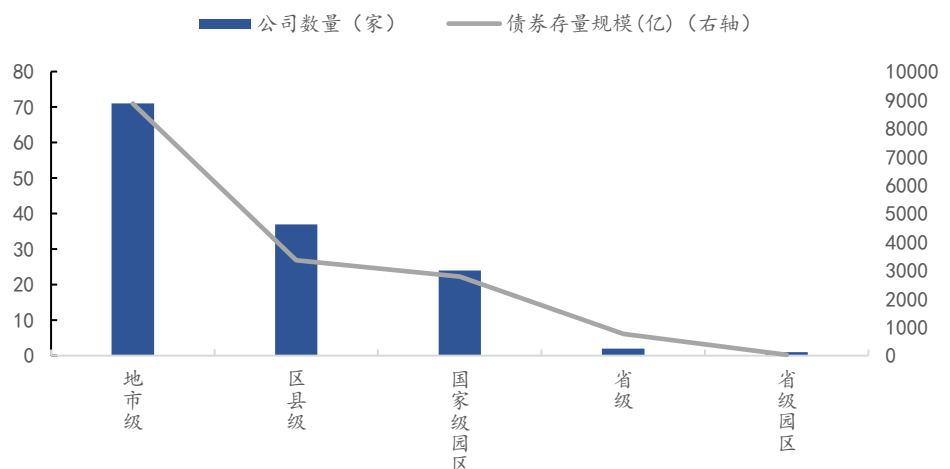
图表 2: “市场化经营主体”区域分布情况



来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

(3)从主体行政级别来看,地市级平台数量较多。市场化经营主体行政级别涵盖省级、省级园区、地市级、区县级和国家级园区,其中地市级和区县级最多,分别为 71 家和 37 家,省级和省级园区较少,仅有 2 家和 1 家。

图表 3: “市场化经营主体”行政级别分布情况

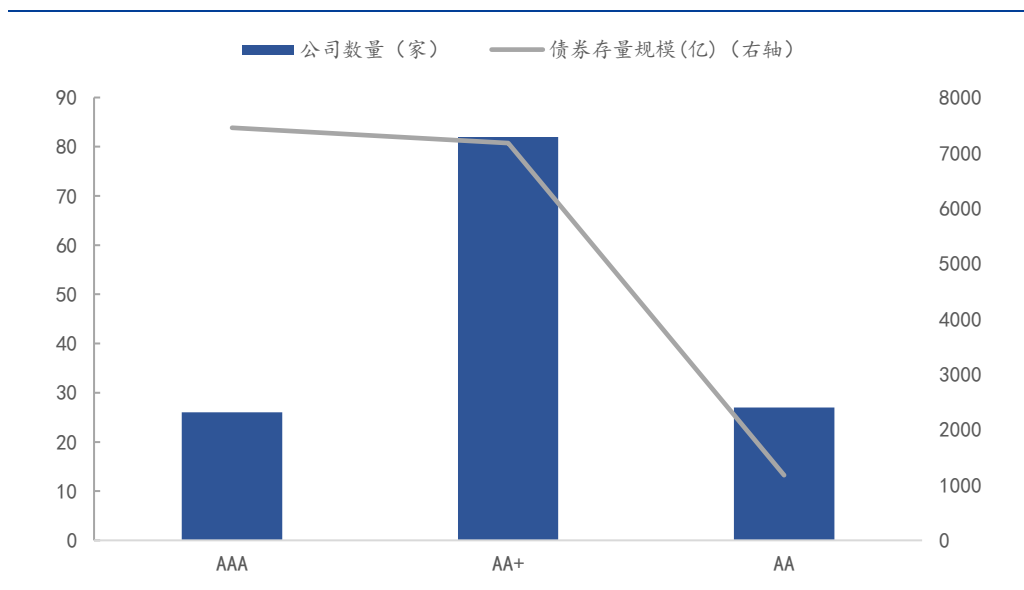


来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

(4)从主体评级来看,多数为中高等级平台。提及“市场化经营主体”的平台主体评级多为 AA+, 数量高达 82 家,占总数的 61%,其次是 AA 级,共计 27 家,

AAA 的平台数量最少，为 26 家，但是主体存续债务规模却最大，有 7453 亿元。

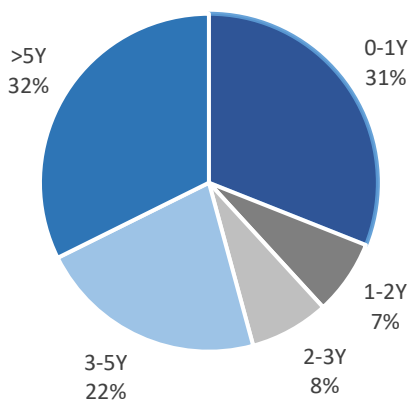
图表 4: “市场化经营主体” 评级分布情况



来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

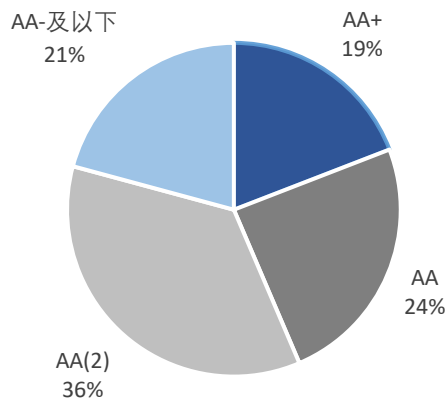
(5) 所涉债券期限多为 1 年以下短期或者 5 年以上长期、隐含级别 AA (2) 级别为主。具体来看这些主体宣告市场化经营的相关债券，期限多为一年期以下短期债券或者是 5 年以上长期债，规模分别占 30% 左右。而债项隐含评级不算高，最高级别仅为 AA+ 级，且仅有 19%，规模占比最高的在 AA (2) 级别，约 36% 债券集中在此。

图表 5: “市场化经营主体” 涉及债券期限分布情况



资料来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

图表 6: “市场化经营主体” 涉及债券债项隐含评级分布情况



资料来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

(6) 从所涉债券募集资金用途来看，基本用于借新还旧，仅近期出现 1 例是可用于偿还发行人有息债务。2024 年 2 月 6 日烟台蓝天投资发展集团有限公司（下称“烟台蓝天”）在“24 烟台蓝天 SCP001” 募集说明书中声明公司为市场化运营主体，募集资金用途为偿还发行人有息债务，其中不仅用于借新还旧偿还到

期超短融，还用于偿还融资租赁、银行流动性贷款以及子公司蓝天燃气的银行法人透支贷款，这是去年 11 月以来首例在声明自身市场化运营之后募集所得资金可用于借新还旧之外的用途。

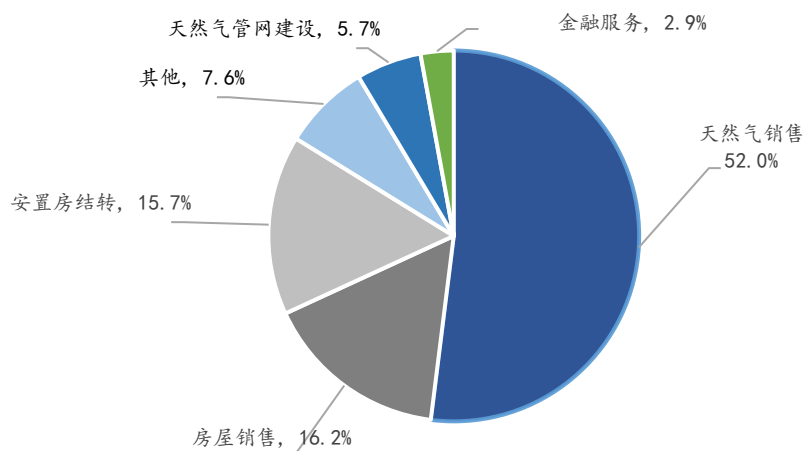
图表 7: “24 烟台蓝天 SCP001” 募集资金用途 (单位: 万元)

借款主体	金融机构 / 债券简称	借款金额 / 债券规模	借款余额 / 债券余额	起始日	到期日	借款用途	担保方式	融资类型	拟使用募集资金额度	预计使用时间	是否属于政府一类债务
蓝天集团	招银金租	50,000.00	47,000.00	2023-2-14	2026-2-14	偿还有息债务	信用	融资租赁	15,105.02	2024-2-18	否
	平安银行	20,000.00	20,000.00	2023-2-17	2024-2-16	偿还有息债务	保证	流贷	20,000.00	2024-2-16	否
	超短期融资券	50,000.00	50,000.00	2023-6-12	2024-3-8	偿还有息债务	信用	超短融	50,000.00	2024-3-8	否
蓝天燃气	光大银行	20,000.00	20,000.00	2023-12-29	2024-6-26	偿还有息债务	保证	法透	14,894.98	2024-6-26	否
合计		140,000.00	137,000.00						100,000.00		

来源: Wind, 华福证券研究所

烟台蓝天实际控制人为烟台市国资委，其主营业务收入占比最高的是天然气销售和房屋销售，2023 年中报数据显示分别占比约 52% 和 16%，而土地开发整理、委托代建等传统城建类业务规模较小，可以看出业务结构偏市场化。公司在获取地方政府专项债资金、资产划拨和政府补贴等方面得到政府的支持，但占营业收入比例并不高，与政府关联性不算高，或许这是公司拓宽募集资金用途的原因之一，后续交易商协会是否会继续放松市场化经营主体发债用途的约束值得关注。

图表 8: 烟台蓝天主营业务收入构成 (2023 年中报)



来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

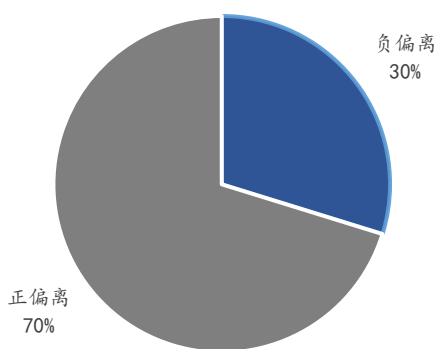
1.4 “市场化经营主体”定价逻辑如何演绎？

从理论上讲，贴上“市场化经营主体”的平台是在向市场传递出地方政府不再进行债务托底的信号，对这些主体进行投资应当回归到其基本面研究。但是在化债行情推动和资产荒背景下，市场是否对这些主体债券进行了重新定价呢？

我们观测两个维度，（1）所涉债券发行利率与当天中债估值偏离情况；（2）2023年11月以来，市场化经营主体 vs 城投主体估值变动情况。

从所涉债券发行利率与当天同评级同期限中债估值偏离情况来看，发行利率高于当天可比中债城投估值的占比 70%，或说明市场化经营主体声明对其发行定价产生了一定的风险溢价。

图表 9: 发行利率与当天同评级同期限中债估值偏离情况



来源: Wind, 企业预警通, 华福证券研究所

从 2023 年 11 月以来，市场化经营主体 vs 城投主体估值变动情况来看，估值未出现明显提高，市场定价暂不受影响。从收益率角度来看，近期化债行情继续演绎，两个观测日间隔的一个半月内，城投整体及市场化经营主体债券收益率持续下行。2023 年 11 月 1 日市场化经营主体隐含评级 AA+级和 AA 级债券，1 年及以下收益率在 2.70%-3.10%左右，1-2 年期收益率在 3.02%-3.39%左右，2-3 年期收益率在 3.15%-3.53%左右，3-5 年期收益率在 3.33%-3.86%左右。城投整体隐含评级 AA+级和 AA 级债券，1 年及以下收益率在 2.70%-3.03%左右，1-2 年期收益率在 2.99%-3.29%左右，2-3 年期收益率在 3.13%-3.42%左右，3-5 年期收益率在 3.32%-3.72%左右。2024 年 2 月 6 日城投债整体收益率下行幅度在 20.70bp-230.1bp 之间，市场化主体债券收益率下行幅度在 20.46bp-358.50bp 之间，相对而言市场化主体收益率下行的更多。其中市场化主体隐含评级为 AA-且期限在 1-2 年期间的公募债收益率下行幅度最大。

图表 10: 市场化经营主体和城投整体收益率及收益率下行情况 (BPS)

	隐含评级	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y									
		公募		私募		公募		私募									
		样本主体	城投整体	样本主体	城投整体	样本主体	城投整体	样本主体	城投整体								
2023/11/1	AA+	2.70	2.70	2.85	2.81	3.02	2.99	3.12	3.05	3.15	3.13	3.23	3.19	3.33	3.32	3.50	3.45
	AA	2.90	2.89	3.10	3.03	3.28	3.21	3.39	3.29	3.41	3.39	3.53	3.42	3.73	3.54	3.86	3.72
	AA(2)	3.13	3.15	3.42	3.43	3.56	3.60	3.88	3.79	3.93	3.92	3.74	3.97	4.24	4.29	4.79	4.72

	AA-	4.51	4.18	5.68	4.96	7.05	5.46	7.27	6.19	6.16	6.05	8.27	6.76	6.39	6.59	6.79	7.12
	AA+	2.50	2.50	2.56	2.59	2.65	2.63	2.74	2.74	2.72	2.73	2.81	2.83	2.80	2.82	2.98	2.98
2024	AA	2.58	2.59	2.74	2.72	2.75	2.74	2.89	2.83	2.89	2.86	2.98	2.93	3.07	2.93	3.12	3.10
/2/16	AA(2)	2.67	2.73	2.83	2.96	2.89	2.99	3.04	3.16	3.05	3.13	3.12	3.25	3.15	3.54	3.26	3.79
	AA-	3.05	3.21	3.51	3.72	3.47	3.57	3.83	3.96	3.38	3.98	4.86	4.46	4.49	4.81	5.02	5.58
收益	AA+	20.46	20.70	29.43	21.46	36.72	35.63	37.75	31.54	42.08	40.41	42.44	35.63	53.09	49.99	52.44	47.00
率下	AA	31.77	30.01	36.12	31.27	53.78	47.30	49.27	45.09	52.03	52.82	54.65	48.61	65.78	60.49	73.38	62.03
行幅	AA(2)	46.16	41.88	58.61	47.10	67.08	60.73	83.75	63.53	87.71	78.56	61.83	71.78	108.8	74.82	153.8	92.71
度	AA-	145.8	97.52	216.2	123.4	358.5	188.6	344.2	223.3	278.0	206.9	340.9	230.1	189.8	177.2	176.5	154.2

来源: Wind, 华福证券研究所

具体来看市场化经营主体信用利差与城投整体信用利差相比超额收窄的幅度，可以发现市场化经营主体利差收敛幅度都高于同期限同隐含评级的信用利差收敛幅度，除了AA+级0-1年期的公募债、AA级2-3年期的公募债和AA(2)级2-3年的私募债是市场化经营主体信用利差收敛幅度不及城投整体之外，其他期限和等级的债券均是市场化经营主体利差收敛幅度更大，这反映了城投公司虽声明自身为“市场化经营主体”，但投资者并未真正认可其已经实现市场化转型，仍旧将这些主体所发债券当作城投债进行投资。而这些主体正如前面所分析，大多处于经济和债务情况较好的省份，涉及重点化债区域的并不多，因此反而与整体城投相比利差下行的更多。

图表 11: 市场化经营主体比城投整体信用利差超额收窄幅度 (BPS)

隐含评级	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y		
	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募	
利差	AA+	-0.24	7.97	1.08	6.21	1.67	6.81	3.10	5.45
超额	AA	1.76	4.84	6.48	4.18	-0.79	6.04	5.29	11.35
收窄	AA(2)	4.28	11.51	6.35	20.21	9.15	-9.96	33.99	61.10
幅度	AA-	48.25	92.75	169.87	120.84	71.10	110.81	12.65	22.25

来源: Wind, 华福证券研究所

分区域来看，不同省份的“市场化经营主体”信用利差未出现明显分化，大部分信用利差与城投债整体水平相比都出现超额收窄，部分省份中长期信用利差比城投整体信用利差走阔幅度略大。

选取“市场化经营主体”存续债券规模最大的山东、浙江、河南三个省份，可以看到剩余期限在两年内的除河南省1-2年期私募债外，其他期限的债券均比同区域同期限债券信用利差收窄更多，并未受到“市场化经营”的声明影响。2-3Y的山东市场化经营主体信用利差收窄幅度小于同省份城投，浙江则利差走势较为一致。

图表 12: 2024/02/16 各省份市场化经营主体与城投整体信用利差超额收窄情况 (BPS)

区域分类	省份	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y	
		公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募
	河北	25.98	162.41	48.22	10.82	74.37	130.76	-3.69	-

北方地区	河南	4.67	37.38	24.87	-20.82	81.93	-69.07	22.49	-
	山东	16.85	34.75	46.81	48.80	-17.70	-28.40	14.78	63.56
	山西	76.41	240.19	-0.71	319.95	82.17	-	-	-
	陕西	69.71	8.98	86.88	71.74	-14.45	-73.44	48.72	-
东北地区	辽宁	-3.03	-	-	105.90	117.68	-	-	-
东部地区	北京	34.52	1.61	31.83	7.78	14.74	1.51	32.81	-
	福建	2.84	5.46	3.01	-13.84	-16.88	-2.39	-2.26	34.65
	广东	11.90	-	5.57	-	4.18	-	10.46	-
	江苏	16.21	24.88	43.47	76.87	14.53	75.33	35.72	189.43
	上海	17.60	14.44	16.28	13.68	17.38	-	-	-
	浙江	6.11	2.93	1.04	2.66	2.12	-7.62	-6.26	79.30
网红省份	广西	-	-5.52	112.18	140.53	-	-	84.21	-
	天津	25.34	-	-	-	-	-	-	-
	云南	18.96	165.52	176.48	-	28.23	-	-	-
中部地区	安徽	3.30	-	-12.68	48.29	-16.72	20.90	-	-
	湖北	3.54	8.48	-29.13	-36.83	-	24.46	-	-
	湖南	9.43	27.50	41.45	33.90	54.80	86.42	15.11	-17.71
	江西	-11.35	26.92	14.40	117.83	-3.42	-3.86	-6.87	-
	四川	39.54	-6.01	2.12	133.50	26.91	-	31.55	48.91
新藏海	新疆	5.58	12.60	18.45	18.65	-18.82	22.93	8.23	-
	海南	40.93	-	-	-	34.95	-	-	-

资料来源: Wind, 华福证券研究所

总而言之,对于市场化经营主体的定价逻辑是否转变,核心关注这些平台与政府之间是否已经厘清界限,其业务是否真正实现了市场化转型,新发债募集资金用途的拓宽或许是一个信号。随着烟台蓝天发行新债首次拓宽了募集资金用途,或许会打破市场对这些主体的城投属性看法,后续应当密切关注“市场化经营主体”新发债券的募集资金用途是否仍有“借新还旧”以外的选择。若有更多城投公司实现了真正的市场化经营转型,那么对市场化经营主体的投资或许会逐渐回归到其基本面,对这些主体风险判断也应当更多落脚于自身偿债能力,而不再是仅仅依托于“城投信仰”。

2 本周重点信用事件

信用事件方面,本周(2024.02.19-2024.02.23)没有发生展期和违约事件。

图表 13: 本周重点信用事件明细梳理

时间	公司	行业	事件	详情
/				

来源: iFinD, 华福证券研究所

3 收益率图谱

城投债：本周隐含评级 AA+级和 AA 级的城投债，1 年及以下收益率在 2.40%-2.61%左右，1-2 年期收益率在 2.55%-2.73%左右，2-3 年期收益率在 2.65%-2.85%左右，3-5 年期收益率在 2.77%-3.04%左右。

图表 14：本周各期限城投债收益率情况 (%)

隐含评级	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募
AAA	2.32	2.40	2.45	2.51	2.56	2.66	2.67	2.99
AAA-	2.38	2.46	2.52	2.61	2.64	2.79	2.73	-
AA+	2.40	2.49	2.55	2.64	2.65	2.74	2.77	2.92
AA	2.49	2.61	2.65	2.73	2.79	2.85	2.88	3.04
AA(2)	2.63	2.86	2.90	3.06	3.05	3.17	3.48	3.70
AA-	3.11	3.57	3.47	3.79	3.80	4.23	4.64	5.33

来源：iFind, 华福证券研究所

分省份来看，贵州、黑龙江、辽宁、内蒙古、甘肃等省份的部分期限城投债收益率在 4%-5%左右，本周无城投债收益率在 5%-5.2%之间。

图表 15：各省份城投债收益率情况 (%)

区域分类	省份	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y	
		公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募
北方地区	河北	2.55	2.64	2.67	2.84	2.83	2.95	2.83	3.37
	河南	2.59	2.92	2.84	3.96	3.00	3.29	2.94	3.25
	山东	2.62	2.91	2.84	3.12	2.89	3.24	3.69	2.98
	山西	2.56	2.75	2.87	2.86	2.86	3.26	3.25	2.92
	陕西	2.75	3.22	2.86	3.25	2.87	3.59	3.30	3.69
东北地区	黑龙江	3.18	4.29	2.92	3.52	3.19	3.26	-	-
	吉林	2.53	2.64	2.68	2.85	2.86	3.59	-	-
	辽宁	2.76	3.39	3.13	4.24	3.30	4.24	3.25	4.94
	内蒙古	2.65	4.15	2.65	-	-	-	-	-
东部地区	北京	2.49	2.65	2.65	2.79	2.67	2.85	2.77	3.23
	福建	2.44	2.67	2.58	2.74	2.70	2.90	2.71	3.00
	广东	2.38	2.67	2.53	2.78	2.69	2.95	2.74	3.21
	江苏	2.48	2.67	2.66	2.88	2.76	3.00	2.91	2.96
	上海	2.38	2.57	2.56	2.67	2.69	2.79	2.71	2.95
	浙江	2.43	2.65	2.66	2.75	2.74	2.88	2.85	3.15
网红省份	甘肃	2.49	2.96	2.75	3.19	3.28	-	4.83	3.88
	广西	2.57	3.21	2.87	3.53	3.47	3.67	3.60	4.46
	贵州	2.57	4.18	2.89	4.25	3.25	4.46	3.26	4.23
	宁夏	2.49	-	2.59	-	3.35	-	-	-
	天津	2.47	2.79	2.74	3.85	3.13	3.46	3.32	-
	云南	2.52	2.66	2.83	-	3.17	-	3.37	-

中部 六省	安徽	2.54	2.78	2.69	2.93	2.77	2.98	2.99	-
	湖北	2.60	2.91	2.87	3.53	2.83	3.14	3.11	3.16
	湖南	2.51	2.75	2.79	2.94	2.98	3.17	3.29	3.14
	江西	2.52	2.82	2.71	2.99	2.84	3.12	3.24	3.34
	四川	2.63	3.18	2.84	3.24	2.90	3.32	3.13	3.82
	重庆	2.62	2.85	2.81	2.98	2.94	3.19	2.96	3.43
新藏 海	新疆	2.55	2.72	2.78	2.85	2.91	2.95	2.90	3.27
	西藏	3.60	2.76	3.37	2.69	2.84	3.66	-	3.26
	海南	2.46	2.67	2.66	2.79	2.84	-	2.94	-

资料来源: iFinD, 华福证券研究所

产业债: 目前民企产业债的风险收益性价比偏低, 建议积极配置国企产业债。本周隐含评级为 AA+级和 AA 级的国企产业债, 1 年及以下收益率在 2.45%-2.95% 左右, 1-2 年期收益率在 2.71%-3.24% 左右, 2-3 年期收益率在 2.81%-3.11% 左右, 3-5 年收益率在 2.91%-3.20% 左右。

图表 16: 本周各期限产业债收益率情况 (%)

隐含 评级	0-1Y				1-2Y				2-3Y				3-5Y			
	国企		民企		国企		民企		国企		民企		国企		民企	
	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募	公募	私募
AAA+	2.21	-	-	-	2.32	-	-	-	2.47	-	-	-	2.53	-	-	-
AAA	2.33	2.51	2.30	-	2.47	2.65	2.45	-	2.61	-	2.62	-	2.73	-	2.73	-
AAA-	2.37	2.45	2.30	-	2.49	2.76	2.55	-	2.62	2.83	2.73	-	2.72	-	-	-
AA+	2.45	2.59	2.41	2.51	2.72	2.71	2.76	2.98	2.81	2.83	2.89	-	2.91	2.92	2.82	-
AA	2.63	2.95	2.98	3.69	2.81	3.24	3.42	3.75	2.99	3.11	3.53	3.30	3.03	3.20	-	-
AA(2)	2.61	2.87	-	-	2.95	3.32	-	-	3.17	3.24	-	-	3.71	3.44	-	-
AA-	3.68	4.29	7.02	5.74	3.55	4.33	13.69	5.35	3.55	4.31	18.38	-	3.74	5.07	19.63	-

资料来源: iFinD, 华福证券研究所

分行业来看, 本周家用电器 0-1Y 期产业债收益率最高, 其中 1 年及以下期限收益率在 2.49%-4.79% 左右, 1-2Y 期收益率在 2.84% 左右。此外轻工制造、纺织服饰、商贸零售和房地产行业收益率也排名靠前, 收益率在 2.61%-4.29% 之间。

图表 17: 各行业产业债收益率情况 (%)

行业分类	行业	0-1Y		1-2Y		2-3Y		3-5Y	
		国企	民企	国企	民企	国企	民企	国企	民企
上游	建筑材料	2.39	2.46	2.52	2.73	2.66	2.68	2.82	2.72
	有色金属	2.44	2.81	2.62	3.50	2.69	-	2.69	-
	煤炭	2.48	-	2.59	-	2.85	-	2.84	-
中游材料	钢铁	2.55	2.49	2.60	-	2.78	-	2.75	-
中游制造业	建筑装饰	2.57	2.39	2.90	2.64	2.94	3.32	2.93	2.92
	房地产	2.79	3.68	3.13	3.82	3.16	3.47	3.17	-
	基础化工	2.75	2.54	2.72	2.68	3.15	-	2.78	-
	机械设备	2.55	2.45	2.91	-	2.71	-	2.75	-
	轻工制造	3.03	4.29	-	-	-	-	-	-

	电力设备	2.46	2.91	2.67	2.82	2.89	3.46	-	-
下游必选消费	纺织服饰	2.73	3.33	3.14	2.91	3.33	3.22	3.61	-
	食品饮料	2.58	2.27	2.66	-	2.68	-	2.72	-
下游可选消费	家用电器	2.49	4.79	2.84	-	2.98	-	-	-
	汽车	2.54	2.64	2.57	3.29	2.87	2.89	2.91	-
	商贸零售	2.61	3.82	2.78	3.99	2.86	4.10	2.94	-
其他	传媒	2.40	-	2.73	-	2.67	-	-	-
	电子	2.41	2.52	2.50	2.72	2.67	-	2.79	-
	非银金融	2.54	2.65	2.79	2.95	2.89	2.94	2.78	-
	公用事业	2.35	2.72	2.51	2.81	2.61	2.99	2.60	-
	国防军工	2.40	-	2.76	-	2.69	-	2.80	-
	环保	2.49	-	2.92	-	2.72	2.92	2.76	-
	计算机	2.89	-	3.18	-	3.46	-	-	-
	交通运输	2.43	2.64	2.63	2.62	2.77	2.82	2.69	-
	农林牧渔	2.65	2.44	2.97	-	3.34	-	-	-
	社会服务	2.55	3.57	2.76	-	3.18	2.89	2.75	-
	石油石化	2.33	2.68	2.42	-	2.60	-	2.78	-
	通信	2.66	2.29	2.58	2.46	2.76	2.66	-	2.73
	医药生物	2.52	3.11	2.81	3.49	3.03	3.05	2.75	-
	综合	2.50	3.71	2.70	3.29	2.82	4.17	2.71	-

资料来源: iFinD, 华福证券研究所

金融债: 金融机构普通债方面, 1年及以下的AA+级商业银行债和证券公司普通债, 收益率分别为2.21%和2.34%; 1年以上AA+级商业银行债和证券公司普通债, 收益率在2.39%-2.71%之间。

金融机构次级债方面, 我们整体认为商业银行的信用风险较为可控, 在安全性和收益上兼备, 1年以上商业银行二级资本债AA+级收益率在2.42%-2.66%之间, AA级在2.57%-2.87%之间; 1年以上商业银行永续债AA+级收益率在2.44%-2.85%之间, AA级在2.68%-3.00%之间。

图表 18: 本周金融债收益率情况 (%)

隐含评级	商业银行普通债				证券公司普通债				证券公司短融		其他金融机构债		
	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	0-1Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
AAA	2.20	2.29	2.37	2.47	2.25	2.38	2.47	2.62	2.18	-	-	-	2.56
AAA-	2.20	2.31	2.41	2.50	2.25	2.44	2.54	2.63	2.19	2.23	2.42	2.59	2.85
AA+	2.21	2.39	2.48	-	2.34	2.53	2.68	2.71	2.26	2.33	2.57	2.73	3.09
AA	2.32	2.48	2.59	2.80	2.65	3.08	3.14	-	2.42	2.90	3.74	3.71	-
AA-	2.52	2.65	2.77	-	-	-	-	-	-	-	3.69	-	-

隐含 评级	保险公司次级债				商业银行二级资本债				商业银行永续债				证券公司次级债			
	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y
AAA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AAA-	-	-	-	-	2.30	2.38	2.48	2.61	2.35	2.40	2.50	2.65	2.29	2.47	2.61	2.79
AA+	2.37	2.62	2.58	2.82	2.36	2.42	2.53	2.66	2.41	2.44	2.63	2.85	2.27	2.51	2.67	2.84
AA	2.45	2.52	2.60	2.83	2.46	2.57	2.62	2.87	2.60	2.68	2.81	3.00	2.49	2.63	2.87	-
AA-	2.60	2.74	2.99	3.14	2.83	2.82	2.95	3.27	2.83	3.23	3.25	3.69	3.29	3.68	3.74	6.10

资料来源: iFind, 华福证券研究所

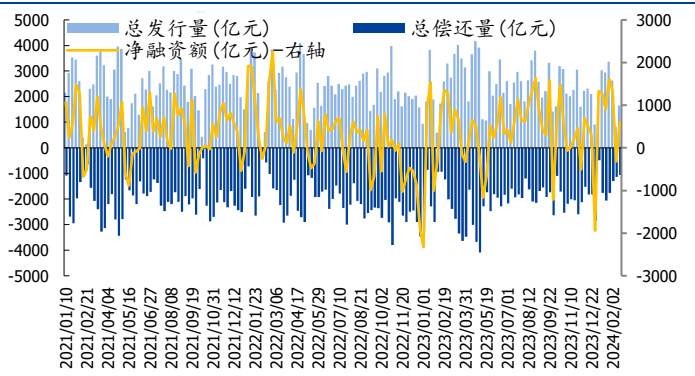
4 信用债市场回顾

4.1 一级市场

4.1.1 发行规模——信用债发行量和净融资额环比增加，城投债发行量和净融资额发行量环比增加

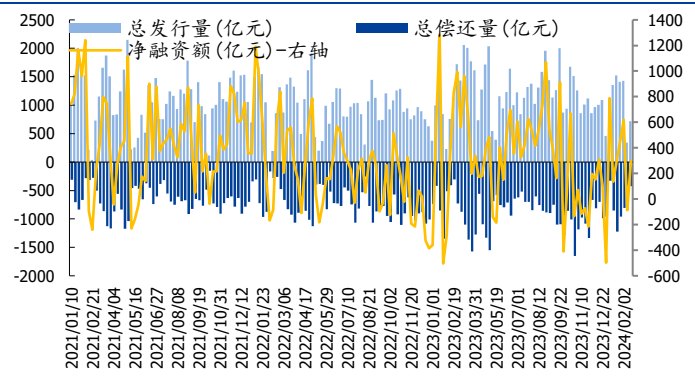
本周信用债发行 1651.05 亿元，环比增加 101.84%，偿还 1059.15 亿元，环比为-7.00%，净融资 591.9 亿元，环比增加 284.47%；城投债发行 720.35 亿元，环比增加 110.16%，偿还 384.21 亿元，环比增加 11.27%，净融资 295.4 亿元，环比为 443.13%。

图表 19: 信用债发行 1651.05 亿元，较上期环比增加 101.84%



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 20: 城投债发行 720.35 亿元，较上期环比增加 110.16%

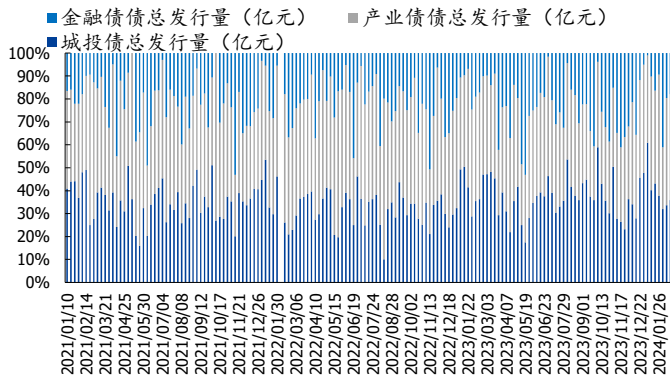


来源: iFind, 华福证券研究所

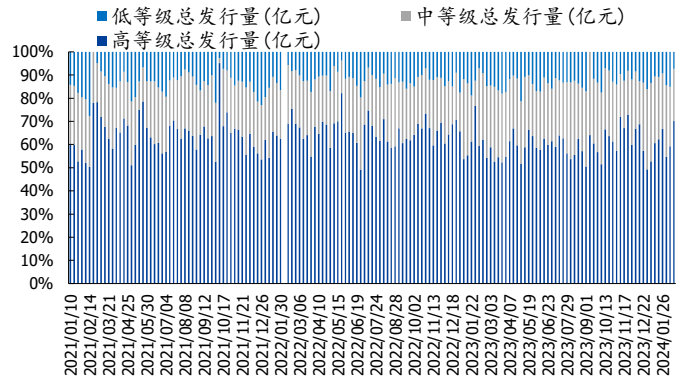
分类型来看，金融债、产业债和城投债本周发行总量分别为 360 亿元、930.7 亿元和 720.35 亿元。分等级来看，高等级、中等级和低等级信用债本周发行总量分别为 1158.55 亿元、371.36 亿元和 121.14 亿元，占比分别为 70.17%、22.49% 和 7.34%。

图表 21: 本周各类型信用债发行量

图表 22: 本周各等级信用债发行量



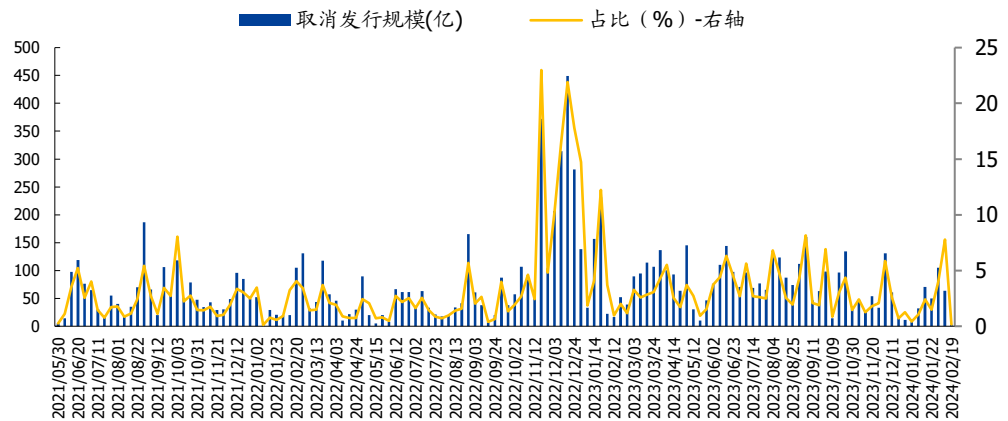
来源: iFind, 华福证券研究所



来源: iFind, 华福证券研究所

本周信用债取消发行量环比减少。信用债取消发行总量共计 2.5 亿元，占信用债总发行量的 0.15%，较上周取消发行总量环比减少 96.06%。具体来看，本周取消发行金的债券为“24 长寿开投 PPN002A”取消发行金额为 2.5 亿元。

图表 23: 本周信用债取消发行量



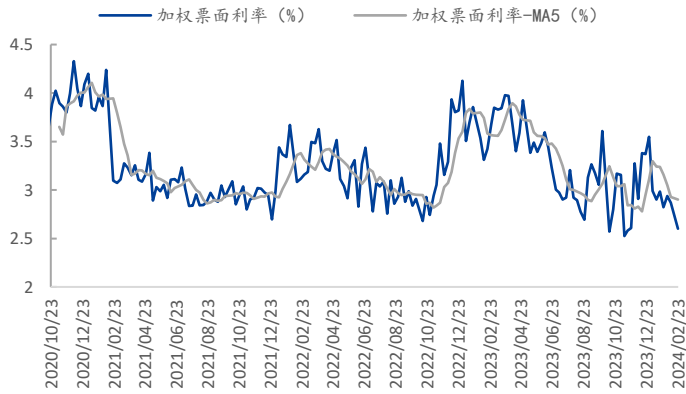
来源: iFind, 华福证券研究所

4.1.2 发行利率——本周加权票面利率呈下降趋势以及票面-投标下限空间呈下降趋势

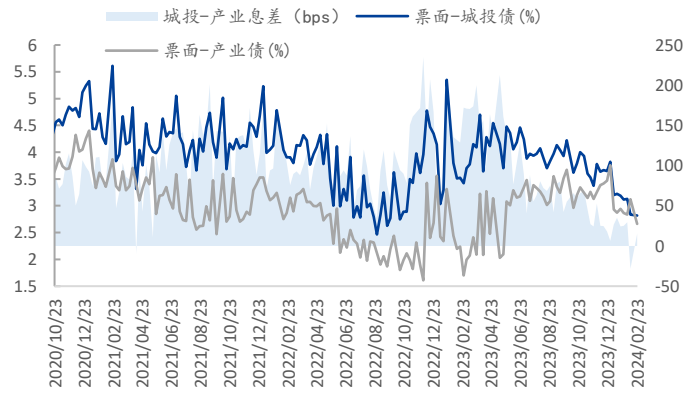
本周加权票面利率呈下降趋势。本周信用债加权票面利率为 2.60%，较上周下降 3BP。从债券发行主体来看，城投债发行成本有所下降，产业债发行成本有所下降。本周城投债票面利率为 2.81%，较上周下降 2BP，产业债票面利率为 2.66%，较上周下降 46BP，城投-产业息差为 14.99BP。

图表 24: 本周信用债票面利率

图表 25: 本周城投债和产业债票面利率



来源: iFind, 华福证券研究所

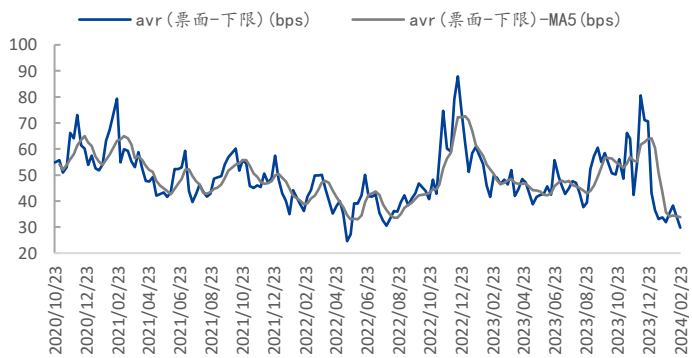


来源: iFind, 华福证券研究所

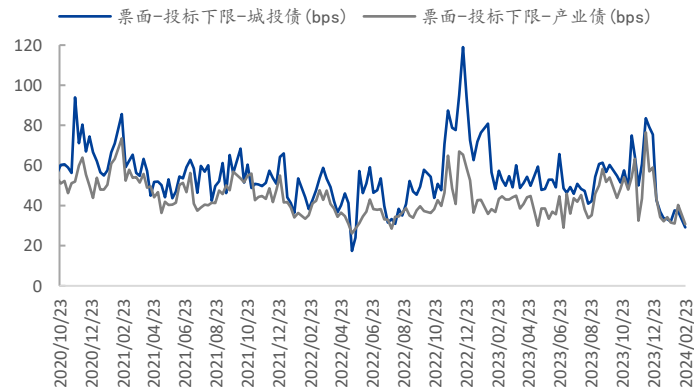
本周信用债整体票面-投标下限空间下降, 投标情绪较上周有所上升, 产业债票面-投标下限空间下降, 城投债的票面-投标下限空间有所上升。本周信用债票面利率-投标下限为 29.82BP, 较上周下降 8.48BP。5 日平均票面利率-投标下限为 33.80BP, 较上周下降 0.64BP。发行主体方面, 产业债票面-投标下限为 30.72BP, 较上周下降 9.58BP, 城投债票面-投标下限为 29.18BP, 较上周下降 7.95BP。评级方面, 本周低等级、中等级和高等级票面-投标下限分别为 26.64BP、34.18BP 和 28.18BP, 较上周分别变动 6.83BP、10.99BP 和 6.38BP。发行期限方面, 1 年以下、1-3 年、3-5 年和 5 年以上票面投标下限分别为 30.55BP、28.5BP、28.14BP 和 30.48BP, 较上周分别变动 0.05BP、26.17BP、15.53BP 和 11.30BP。

图表 26: 本周信用债票面投标下限

图表 27: 本周城投债和产业债投标下限



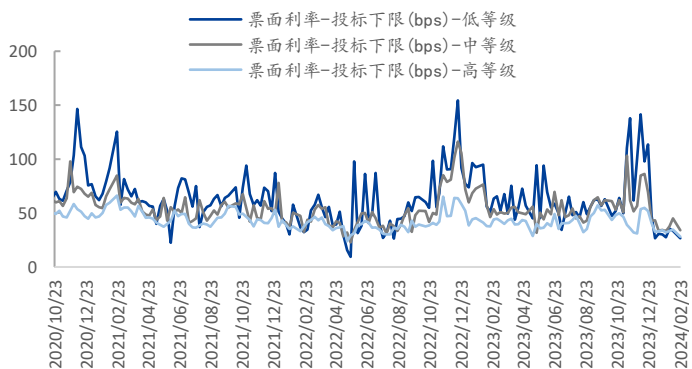
来源: iFind, 华福证券研究所



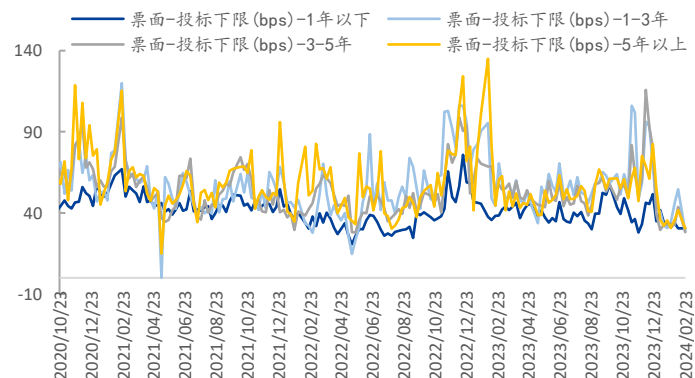
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 28: 本周信用债各评级投标下限

图表 29: 本周信用债各期限投标下限



来源: iFind, 华福证券研究所

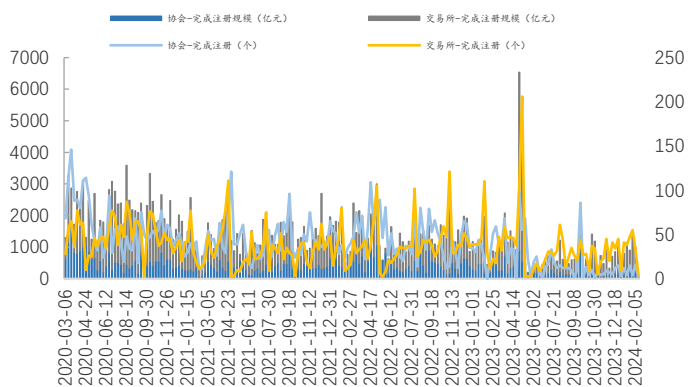


来源: iFind, 华福证券研究所

4.1.3 发行进度——本周交易所审批进度变慢，协会审批进度变慢

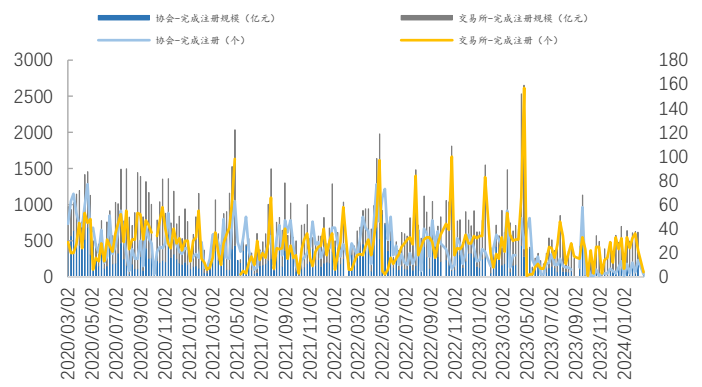
本周交易所审批进度变慢，协会审批进度加快。本周交易所4只债券完成注册，完成注册规模为57.22亿元，较上周增加减少733.01亿元；协会2只债券完成注册，完成注册规模为25亿元，较上周减少176.8亿元。城投债方面，本周交易所4只债券完成注册，完成注册规模57.22亿元，较上周减少382.59亿元；协会共有2只债券完成注册，完成注册规模为25亿元，较上周减少156.8亿元。

图表 30: 本周信用债审批进度



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 31: 本周城投债审批进度



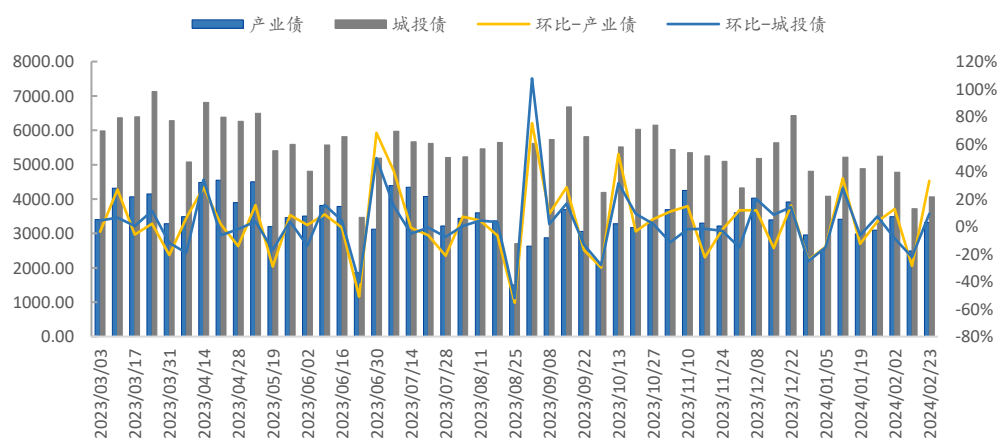
来源: iFind, 华福证券研究所

4.2 二级市场

4.2.1 成交量——信用债成交热度较上周上升

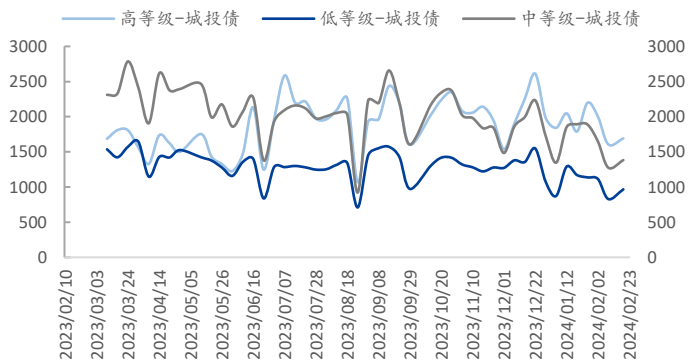
本周信用债总成交量为7387.89亿元，环比上升18.88%。债券种类方面，产业债与城投债的成交总计分别3321.87亿元和4066.02亿元，环比上升33.32%和上升9.21%。分评级来看，本周低等级、中等级和高等级产业债的总成交量分别为73.00亿元、262.53亿元和2976.30亿元，低等级、中等级和高等级城投债总成交量分别为966.95亿元、1382.78亿元和1691.74亿元。

图表 32: 本周产业债、城投债成交情况 (亿元)



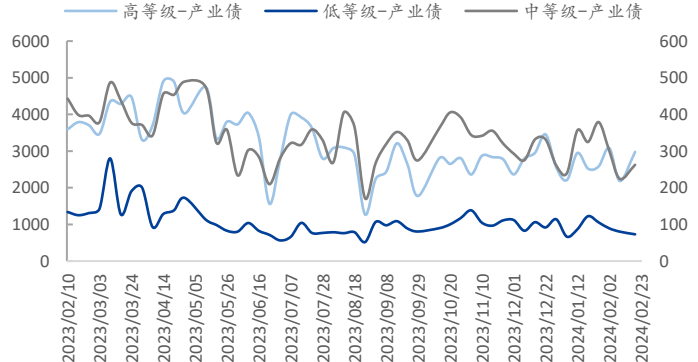
来源: iFind, 华福证券研究所

图表 33: 本周城投债各评级成交情况 (亿元)



来源: iFind, 华福证券研究所

图表 34: 本周产业债各评级成交情况 (亿元)

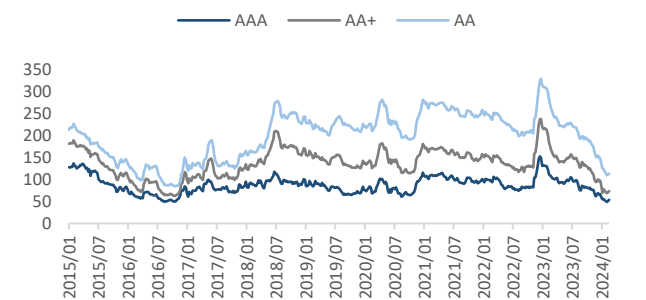


来源: iFind, 华福证券研究所

4.2.2 信用利差——本周城投债利差大部分较上周走阔

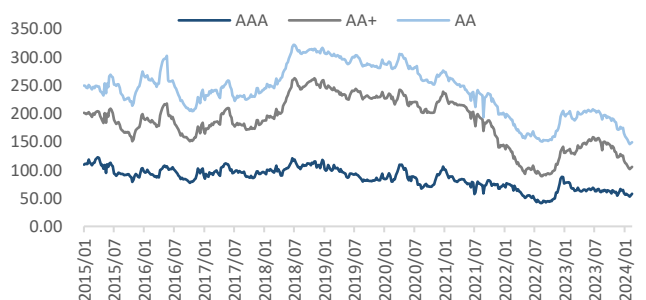
总体来看, 城投债利差绝大部分较上周走阔, AAA、AA+、AA 级城投债信用利差较上期分别变动了 4.61bps、4.38bps 和 3.57bps。

图表 35: 本周各评级城投债利差变动 (BP)



来源: Wind, 华福证券研究所

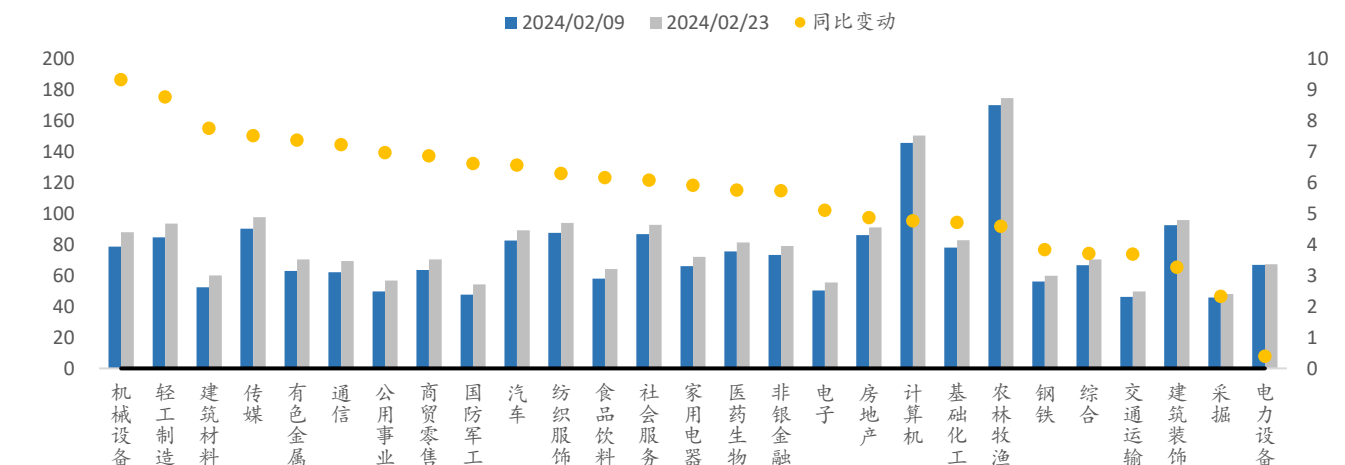
图表 36: 本周各评级产业债利差变动 (BP)



来源: Wind, 华福证券研究所

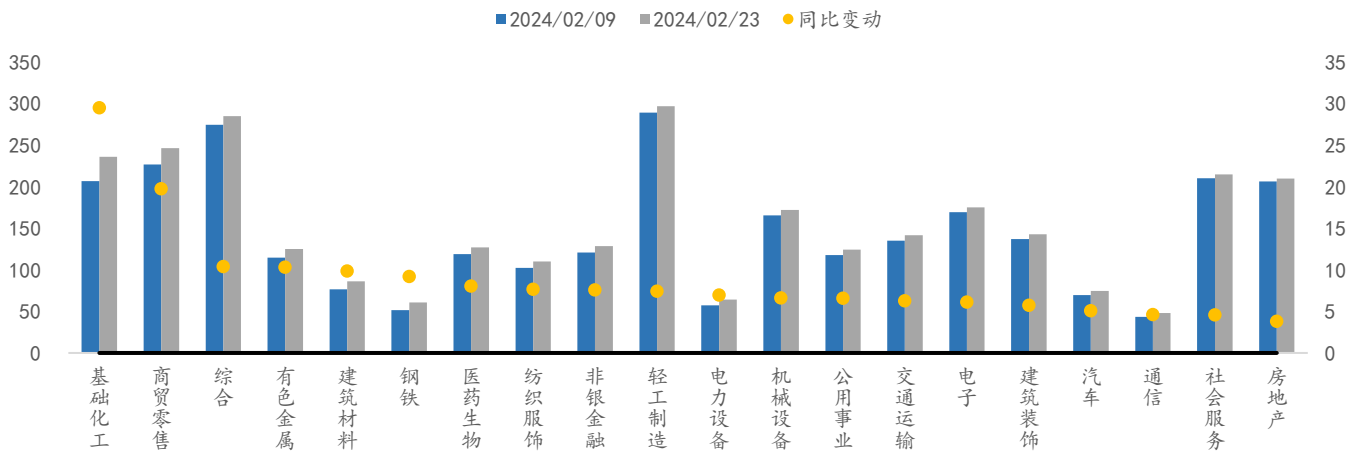
各行业不同评级信用利差全部走阔。国企产业债行业全部走阔, 其中机械设备和轻工制造最明显, 分别走宽了 9.32bps 和 8.76bps; 民企产业债行业利差全部走宽, 基础化工和商贸零售走阔最为明显, 分别走阔了 29.51bps 和 19.75bps。

图表 37: 本周国企产业债各行业信用利差周变动 (BP)



来源: Wind, 华福证券研究所

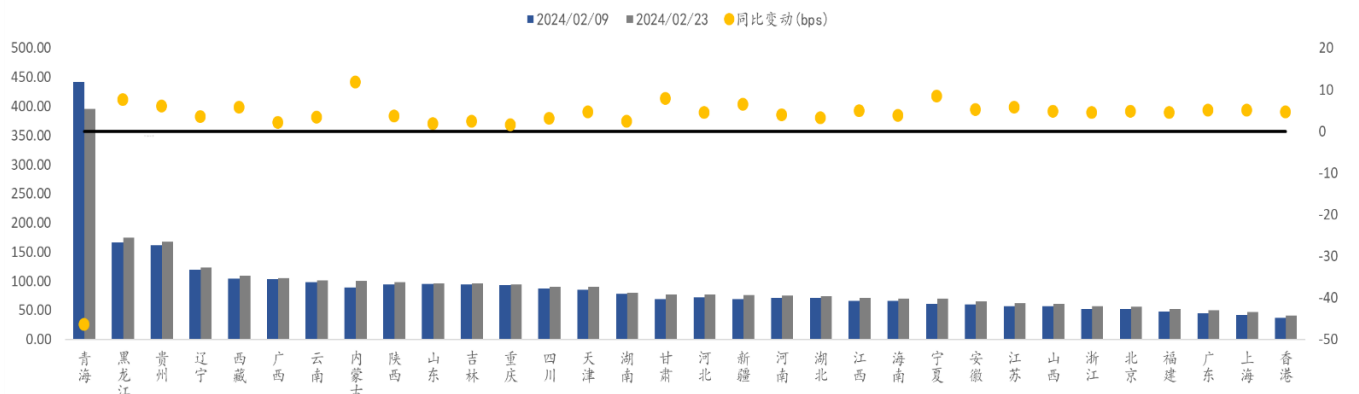
图表 38: 本周民企产业债各行业信用利差周变动 (BP)



来源: Wind, 华福证券研究所

分省份来看, 不同省市城投债信用利差绝大部分走阔。内蒙古和宁夏走宽最为明显, 分别走宽了 11.77bps 和 8.43bps; 仅青海省收窄, 收窄了 46.46bps。分重点城市来看, 咸阳市、银川市走宽最为明显, 分别走宽了 16.5bps 和 13.5bps; 西安市和柳州市收窄最为明显, 分别收窄了 34.0bps 和 19.4bps。

图表 39: 各省份城投债信用利差情况与同比变动 (BP, bps)



来源: Wind, 华福证券研究所

图表 40: 本周城投债信用利差正向变动前二十 (BP)

城市	较年初变动	较上周变动	2024/2/9	2024/2/23
咸阳市	-20.7	16.5	130.0	146.5
银川市	-52.8	13.5	96.5	109.9
贵阳市	-14.6	10.3	181.7	192.0
淮南市	-11.2	7.2	57.6	64.8
中山市	1.9	6.5	57.4	63.8
晋城市	3.3	6.4	54.4	60.8
商丘市	-19.3	6.1	75.2	81.3
深圳市	1.1	5.8	33.1	38.9
乌鲁木齐市	-8.0	5.7	68.2	74.0
连云港市	-14.3	5.6	76.2	81.8
开封市	-14.3	5.5	130.4	136.0
南昌市	-2.8	5.4	44.8	50.3
芜湖市	-3.9	5.4	56.0	61.5
镇江市	-11.3	5.4	82.5	87.9
烟台市	-1.8	5.4	65.2	70.6
六安市	-0.6	5.4	56.0	61.4
佛山市	-1.4	5.3	46.4	51.7
亳州市	-8.0	5.2	79.1	84.3
苏州市	-2.6	5.2	55.1	60.2
南通市	-6.2	5.1	69.5	74.7

来源: Wind, 华福证券研究所

图表 41: 本周城投债信用利差负向变动前二十 (BP)

城市	较年初变动	较上周变动	2024/2/9	2024/2/23
西宁市	-330.6	-34.0	411.7	377.7
柳州市	-152.6	-19.4	312.6	293.3
潍坊市	-108.9	-16.8	256.2	239.4
济宁市	-120.0	-12.0	200.0	188.0
钦州市	-71.9	-10.9	226.2	215.3
益阳市	-50.2	-10.9	137.8	126.9
巴音郭楞蒙古自治州	-42.7	-9.6	120.3	110.7
湘潭市	-46.8	-6.9	259.3	252.5
遂宁市	-60.4	-6.5	265.2	258.7
大庆市	-61.4	-6.2	263.8	257.6
威海市	-55.2	-5.9	232.7	226.8
广元市	-62.9	-5.3	226.2	220.9
郴州市	-70.1	-5.2	138.4	133.2
绵阳市	-39.5	-3.7	137.2	133.5
孝感市	-38.4	-3.7	79.6	75.9
许昌市	-29.4	-2.7	140.1	137.3
泰安市	-45.2	-2.6	161.7	159.1
牡丹江市	-39.5	-2.3	246.0	243.7
沈阳市	-54.3	-1.7	125.5	123.8
遵义市	-125.3	-1.5	423.8	422.3

来源: Wind, 华福证券研究所

4.2.3 成交异常——本周产业债高估值成交个券多于低估值成交，城投债高估值成交个券多于低估值成交

除去 2 个月以内到期、估值偏离小于 100BP 的债券，在信用债窄幅口径（企业债+公司债+中票+短融+PPN）下，本周产业债高估值成交债券数量为 229 只，房地产和建筑装饰高估值成交个券最多，分别有 78 只和 39 只；产业债低估值成交债券数量为 209 只，房地产和综合低估值成交个券最多，为 148 只和 43 只。

图表 42：本周产业债高估值与低估值成交前 10 个券

	成交日期	债券简称	发行人	主体评级	中债估值 (%)	成交价偏离 (bps)	所属行业
高估值成交 TOP10	2024-02-19	20 中南 02	江苏中南建设集团股份有限公司	AA+	99.88	13009.49	房地产
	2024-02-22	21 金地 MTN007	金地(集团)股份有限公司	AAA	69.77	2934.72	房地产
	2024-02-22	21 金地 MTN006	金地(集团)股份有限公司	AAA	73.78	2831.16	房地产
	2024-02-22	22 金地 MTN001	金地(集团)股份有限公司	AAA	58.01	2353.04	房地产
	2024-02-21	21 金地 MTN006	金地(集团)股份有限公司	AAA	79.96	2259.31	房地产
	2024-02-20	21 金地 MTN006	金地(集团)股份有限公司	AAA	80.00	2221.23	房地产
	2024-02-21	21 金地 MTN007	金地(集团)股份有限公司	AAA	75.54	2214.31	房地产
	2024-02-19	21 金地 MTN006	金地(集团)股份有限公司	AAA	80.03	2106.32	房地产
	2024-02-21	21 金地 MTN005	金地(集团)股份有限公司	AAA	105.64	2029.09	房地产
	2024-02-23	22 金地 MTN001	金地(集团)股份有限公司	AAA	55.67	1754.51	房地产
低估值成交 TOP10	2024-02-22	21 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	5,104.25	-499907.82	综合
	2024-02-21	21 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	5,074.11	-496858.90	综合
	2024-02-20	21 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	4,823.20	-471430.26	综合
	2024-02-19	21 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	4,596.18	-448534.83	综合
	2024-02-19	22 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	786.55	-68828.31	综合
	2024-02-23	22 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	771.65	-67981.00	综合
	2024-02-22	22 旭辉 01	旭辉集团股份有限公司	AAA	766.03	-67492.21	综合
	2024-02-21	21 旭辉 02	旭辉集团股份有限公司	AAA	692.44	-60685.12	综合
	2024-02-20	21 旭辉 02	旭辉集团股份有限公司	AAA	688.28	-59988.89	综合
2024-02-22	21 旭辉 02	旭辉集团股份有限公司	AAA	663.06	-57993.96	综合	

资料来源：iFind，华福证券研究所

本周城投债高估值成交债券数量为 1858 只，建筑装饰和综合高估值成交个券最多，分别有 911 只和 457 只；城投债低估值成交债券数量为 282 只，建筑装饰和房地产低估值成交个券最多，为 167 只和 48 只。

图表 43：本周城投债高估值与低估值成交前 10 个券

	成交日期	债券简称	发行人	主体评级	中债估值 (%)	成交价偏离 (bps)	所属行业
高估值成交 TOP10	2024-02-19	19 贵文 01	贵阳泉丰文化产业投资股份有限公司	BB+	8.7872	1356.69	公用事业
	2024-02-23	19 高密债	高密市国有资产管理有限公司	AA	5.5475	1352.73	建筑装饰
	2024-02-22	19 高密债	高密市国有资产管理有限公司	AA	5.5676	1350.59	建筑装饰
	2024-02-20	19 汇川 02	遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	AA-	8.1606	1281.14	建筑装饰
	2024-02-23	19 遵经 02	遵义经济技术开发区投资建设有限公司	AA	10.691	1243.77	房地产
	2024-02-20	21 潍滨 01	潍坊市海洋投资集团有限公司	AA	4.6011	1168.64	农林牧渔

	2024-02-21	20 钦州临海债 01	广西钦州临海工业投资集团有限公司	AA	4.0155	1148.77	房地产
	2024-02-23	20 贵安 03	贵州贵安发展集团有限公司	AA+	5.2464	1076.27	房地产
	2024-02-21	20 贵安 G2	贵州贵安发展集团有限公司	AA+	5.2699	998.48	房地产
	2024-02-23	19 汇川 02	遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司	AA-	8.0988	925.33	建筑装饰
	2024-02-19	19 鄂科投债 01	湖北省科技投资集团有限公司	AAA	2.363	-4821.35	综合
	2024-02-19	PR 水高科	贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	A+	17.4798	-1132.41	建筑装饰
	2024-02-19	PR 攀投债	贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	AA-	15.0674	-1047.5	建筑装饰
低 估 值 成 交 TOP10	2024-02-20	PR 攀投债	贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	AA-	15.0281	-1013.12	建筑装饰
	2024-02-20	PR 水高科	贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	A+	17.1522	-969.11	建筑装饰
	2024-02-21	PR 攀投债	贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	AA-	15.0103	-959.6	建筑装饰
	2024-02-23	PR 水高科	贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	A+	16.8111	-935.12	建筑装饰
	2024-02-21	PR 遵经开	遵义经济技术开发区投资建设有限公司	AA	12.5828	-827.25	房地产
	2024-02-22	PR 遵经开	遵义经济技术开发区投资建设有限公司	AA	12.576	-827.24	房地产
	2024-02-20	PR 鑫投 01	遵义鑫晟投资有限责任公司	0	12.9108	-789.14	建筑装饰

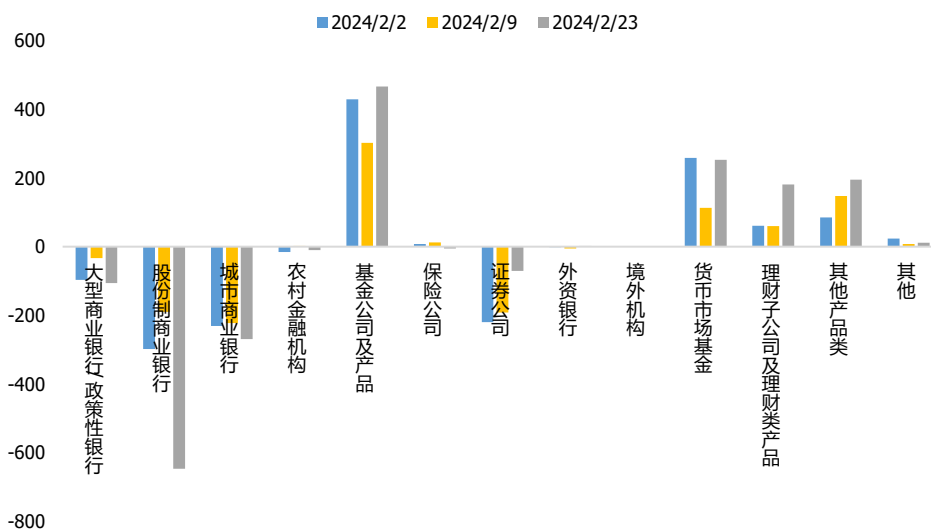
资料来源: iFind, 华福证券研究所

4.2.4 机构行为——整体现券成交情况有所分化

从各类机构来看,在以中票、短融和企业债为口径的信用债中,股份制商业银行、基金公司及产品、货币市场基金是本周净买入信用债成交金额变动最大的三类机构,净买入债券成交金额分别为-646.58 亿元、465.85 亿元和 252.69 亿元,较上周同期变动了-456.5 亿元、163.89 亿元和 139.8 亿元。

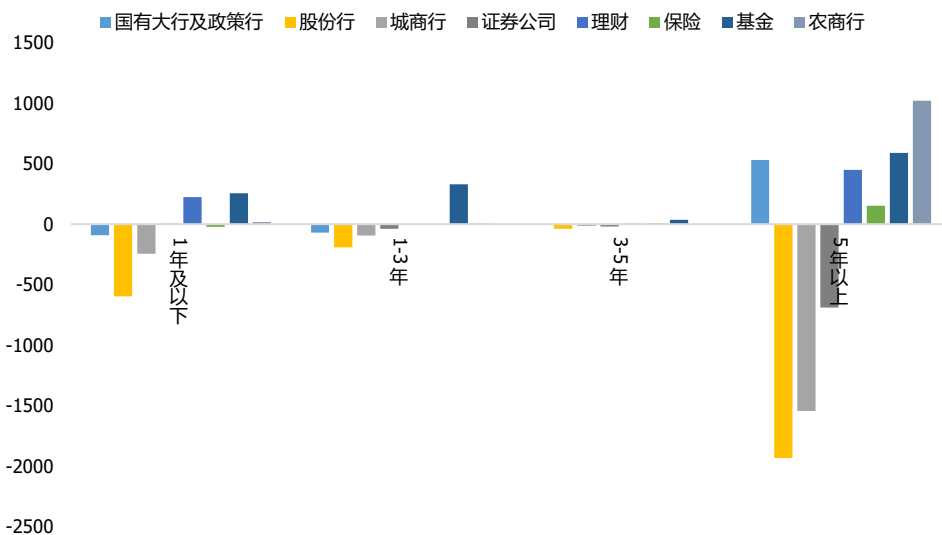
从主要机构成交债券期限来看,本周基金净买入 1 年及以下量最多,为 256.13 亿元,股份行净卖出最多、为-596.39 亿元;1-3 年信用债本周基金净买入量最多、为 329.42 亿元,股份行净卖出最多,为-192.24 亿元;5 年以上信用债本周农商行净买入量最多、为 1018.67 亿元,股份行净卖出最多、为-1930.85 亿元。

图表 44: 各机构净买入信用债成交金额 (亿元)



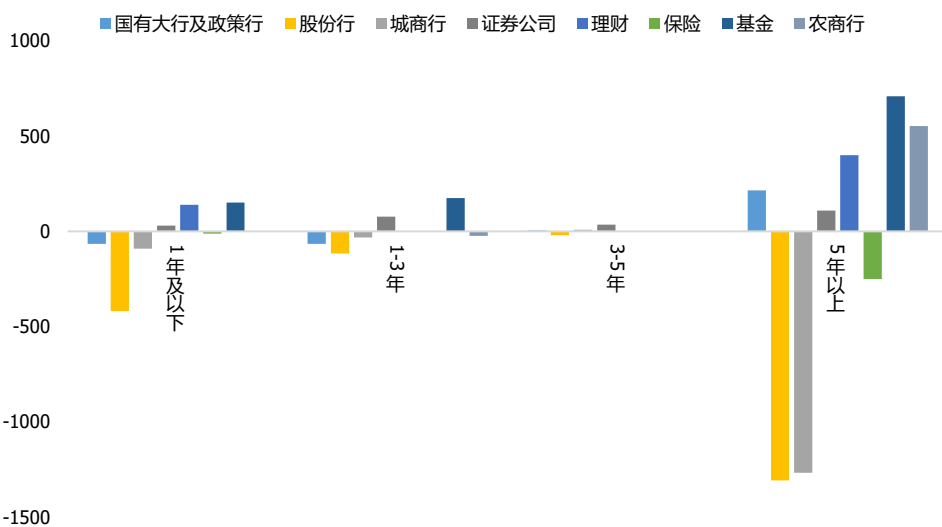
来源: CFETS, 华福证券研究所

图表 45: 各主要机构净买入信用债分期限成交金额 (亿元)



来源: CFETS, 华福证券研究所

图表 46: 各主要机构净买入信用债分期限成交金额与上周比变动情况 (亿元)



来源: CFETS, 华福证券研究所

5 风险提示

市场风险超预期。市场出现超预期风险事件, 易引发系统性风险, 影响债券市场整体走势。

政策边际变化。市场政策不确定性较大, 将影响市场整体情况, 进而带来投资风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn