

## 嘉合固定收益周报

### 土地出让金划归税务；美国非农数据不及预期

嘉合基金固定收益研究部

2020年06月06日 星期日

#### 宏观利率

2021年6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行联合发布财综〔2021〕19号文，要求将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金4项非税收入划转税务部门征收，2021年7月1日起先在河北等7省市试点，2022年1月在全国全面实施。

美国5月非农就业人口变动55.9万，预期67.5万，前值26.6万；5月失业率5.8%，预期5.9%，前值6.1%。美国大非农数据和周三公布的小非农数据存在一定的出入，抹平了之前的就业数据大增的预期。目前美国实际失业率仍未恢复至疫情前水平，宽松政策仍将维持至年底。

#### 信用债

本周(5.31-6.6)一级市场信用债发行量10,488.25亿元，总偿还量6,435.60亿元，净融资量4,052.65亿元。本周信用债收益率表现分化。其中，中票5年期AA级上行幅度最大(3bp)，3年期AA-级下行幅度最大(6bp)；城投债1年期AA-上行幅度最大(15bp)，7年期AA级下行幅度最大(5bp)。

#### 可转债

本周中证转债指数上涨了0.08%，共成交2493.90亿元，成交额较上周(3163.27亿元)有所回落，市场估值略有上涨，转债隐含波动率平均值上涨了0.71%，收于27.8%，位于历史60.9%分位数。

本周有正川转债和晶科转债上市，上市第一天收盘价分别为107.06元和106.71元。本周共有20家公司可转债发行有新进展，其中获得董事会预案的有3家公司，获得股东大会通过的有12家公司，获得发审委通过的有4家公司，获得证监会核准的有1家公司。

李超	lichao@haoamc.com
任驰华	renchihua@haoamc.com
乔路	qiaolu@haoamc.com
赵芸静	zhaoyunjing@haoamc.com
方仁杰	fangrenjie@haoamc.com

## 一、宏观政策面回顾

### 1、财政新政

2021年6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行联合发布财综〔2021〕19号文，要求将国有土地使用权出让收入、矿产资源专项收入、海域使用金、无居民海岛使用金4项非税收入划转税务部门征收，2021年7月1日起先在河北等7省市试点，2022年1月在全国全面实施。

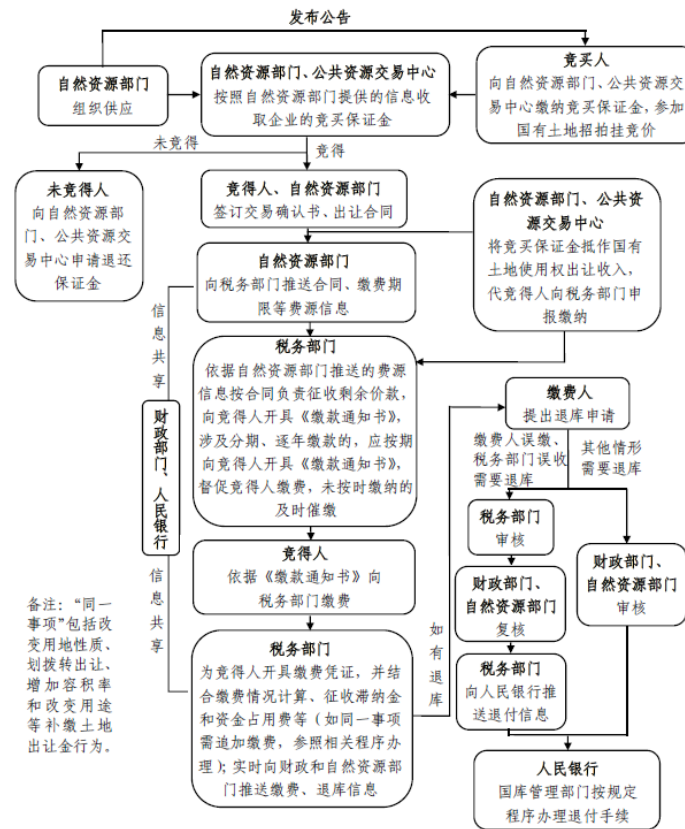
政策为2018年《国税地税征管体制改革方案》的落地，属于税收征管体制改革任务中的一步。2019年起社保费等非税收入已先行纳入税务部门征收，本次文件是第三批非税收入的征管划转。2018年7月《国税地税征管体制改革方案》指出了税收征管体制改革的两个步骤：1、先合并国税地税机构；2、接收社会保险费和非税收入。其中第一步国税地税合并已在2018年7月完成。第二步中，社会保险费征管职责划转已于2019年1月完成，非税收入征管职责的划转分多批完成，第一批针对国家重大水利工程建设基金等，于2019年1月完成；第二批针对水土保持补偿费等，于2020年1月完成；本次文件为第三批非税收入征管划转，包括土地使用权出让收入等四项。

具体分析，本次《通知》并未改变土地出让金的归属权和分配模式，土地出让金依然归属地方财政，只是管理体系、征缴方式进行了改革、产生了变化。其次，《通知》中明确表述了以上四项收入仍为“非税收入”，虽然《通知》暂时还未提出土地出让金转列一般公共预算，但改由税务局征收实际上已为这一转变进行了有效铺垫，根据深化预算改革的要求，这一转变只是时间问题。

从影响上来看，第一，土地出让金统一交由税务局管理，确实可以实现加强监管、健全土地配套税收等问题，从根本上提升土地相关资金的征收与归集效率、降低征纳成本；第二，虽然地方政府收入整体规模并未发生变化，但如果实现土地出让金转列一般公共预算，将很大程度上降低地方政府债务的“指标压力”，加大地方政府一般债务限额，化解地方政府隐性债务；第三，土地出让管理流程中在自然资源部和财政部门之间加入了税务部门，整体资金周转速度存疑，尤其是部分区县资金周转可能承压；第四，土地出让金划归税务部门征收后，能够有效对土地、房地产整体税收盘子进行通盘考量，为后期房产税征收的规则制定铺平了道路。

图1：国有土地使用权出让收入征缴流程

国有土地使用权出让收入征缴流程  
(涉及竞买保证金的情形)



资料来源：财政部

2、美国非农就业数据

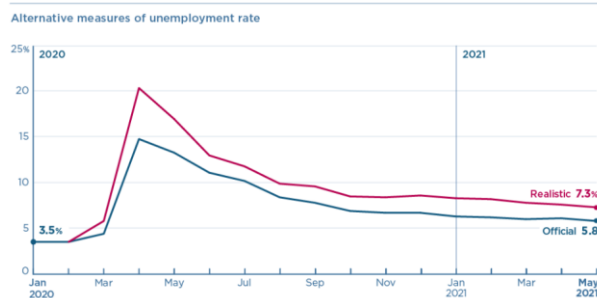
美国5月非农就业人口变动 55.9 万，预期 67.5 万，前值 26.6 万；5 月失业率 5.8%，预期 5.9%，前值 6.1%。美国大非农数据和周三公布的小非农数据存在一定的出入，抹平了之前的就业数据大增的预期。

失业率角度，由于美国失业率在统计方法上只统计没有工作且在过去四周内积极寻找工作的人数，如果在过去四周没有积极寻找工作将不被纳入失业率统计的范畴之内，所以失业率的下行可能存在一定的错估。目前有两个指标可以更好的观测美国就业市场数据，按照彼得森国际经济研究所 (PIIE) 根据疫情后的劳动力市场调整后的结果，美国实际失业率为 7.3%，而按照劳动力人口和疫情前的劳动参与率计算的失业率替代指标则进一步拔高了美国真实失业率水平。

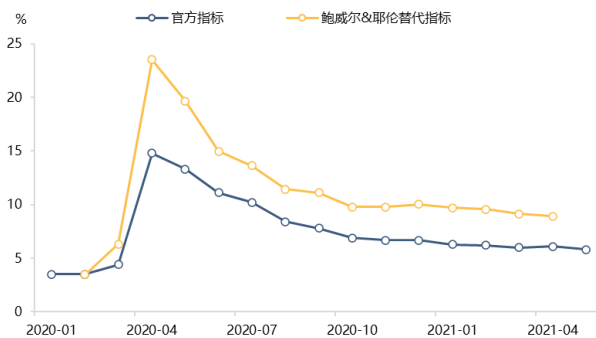
图 2：美国实际失业率和官方失业率

图 3：鲍威尔&耶伦失业率替代指标

### Unemployment continued to fall in May but reconnecting workers with jobs is taking time



资料来源: PII E

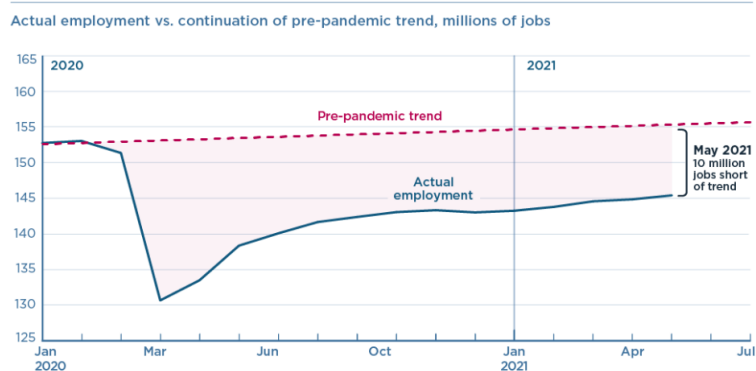


资料来源: Wind, 嘉合基金

而从绝对值指标上来看,美国劳动力市场工作岗位仍然比疫情前少 1000 万,距离劳动力市场的真正恢复尚有很长的一段路要走。无论是失业率数据、就业人口数据还是劳动力岗位数据,都只是美联储的观测指标,最终对于金融市场的影响指标还是美联储对于当下美国经济复苏情况的判断。从前期美联储公开表态来看,始终认为通胀的上行是供给短缺导致的短期效应,美国经济复苏仍未达到其预想的效果。未来 1-3 个月内,美国通胀指数仍然将快速上行,通胀指标和失业率指标变化的增速差将不断拉大,虽然美联储对于通胀忍受程度的心理阈值较难判断,但市场对于通胀上行恐慌的积累将很大程度上倒逼美联储不得不采取有效行动,下一次美联储议息会议上将不可避免地将 Tapper 提上日程。最终, Tapper 可能仍将在今年年底才得以实施,但预期的积累和政策退出的确认,美国金融市场短期内波动率将明显增大。

图 4: 美国劳动力市场工作岗位统计

### US labor market remains 10 million jobs short of its pre-pandemic trend



资料来源: PII E

### 3、国内流动性

近期市场对于超储率较低和资金面宽松的问题较为关注,基本逻辑为银行是市场最大的流动性提供者,而超额准备金规模是银行体系融出资金的限制条件,两者一般为相反的关系,而近期市场流动性情况打破了这一传统规律,部分市场参与者认为将超储作为流动性指标的逻辑推导已经失效。

超额准备金作为我国两级银行体系重要科目之一,是商业银行的资产,计入资产端的准备金存款项目;同时也是中央银行的负债,计入货币当局资产负债表负债端的其他存款性公司中,但该项目中包含了法定存款准备金和超额存款准备金两个项目,且超额准备金率为季度披露数据,所以市场上普遍会利用五因素模型估算当月的超额存款准备金率,用以对市场流动性

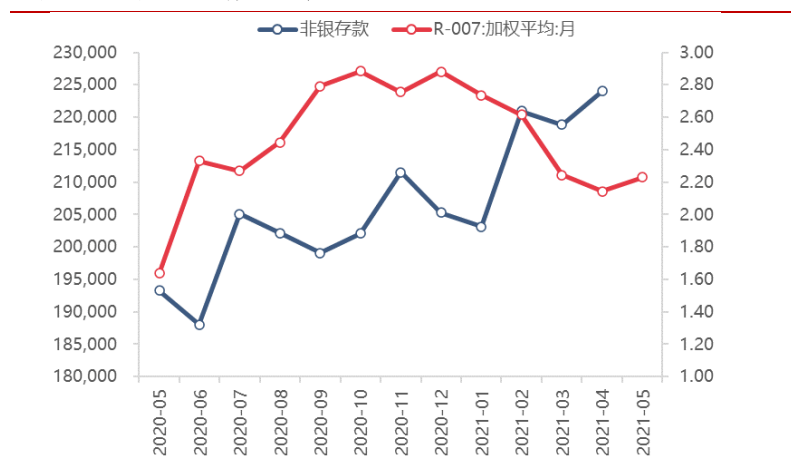
进行月度把控。

超额存款准备金一方面是一个仅存在于银行体系内部的项目，其他机构日常经济活动是不能直接影响该项目的变化，只能通过影响银行资产负债表科目而影响其变化；另一方面，商业银行资产负债表可以简单理解为各项科目同央行资产负债表相反的，同其他机构也是相反的，但勾稽关系完全不同。加之超储率为季度公布，日常经济活动对于超储率的传导较为复杂且难以通过高频数据进行修正，导致对超额存款准备金的分析较为复杂。本周周报我们仅对分析的事实基础加以确认并厘清超储分析中的部分逻辑，并不对超储整体分析框架进行展开描述。

**首先，超额存款准备金毋庸置疑是银行间市场流动性的重要限制因素。**银行体系作为银行间市场最重要的资金融出方，其在发生回购交易完成时发生了超储的流出，对于交易主体来说一定会发生超储的流出，使得商业银行部分监管指标的下降，而监管对于部分指标的要求会限制商业银行进行回购的规模。诚然，将整个银行体系作为一个主体考量，超储必然会回流至银行体系，使得回购交易看上去并未对超储规模造成影响，但受到银行间市场交易机制、超储在银行体系内部流转效率、银行内部资金监管体制、银行司库部门的资金管理机制等限制条件影响，超储回流银行体系并实现多次流转的情形只存在于理论分析情形，实际市场情况下发生的概率和频次较低。所以，回购规模的大小仍然受到超储规模大小的限制。

**其次，非银存款规模确实是近期资金利率偏低的影响因素之一，但历史上两者关系并不稳定。**非银机构间的回购交易从银行资产负债表角度考虑至发生了负债端的所有权转换，并未对超储规模造成影响，但实际交易确实发生了杠杆的增加，使得两者出现了逻辑上的强相关关系。但纵观历史，两者时而同向变化时而反向变化，两者的逻辑关系并不稳固。由此可以得出一个推断，目前市场的资金利率偏低确实有非银存款规模快速增长的原因，这属于后验规律，我们在投资实践中不能将非银存款增加作为流动性宽松的指标。究其原因，在流动性宽松的环境下银行间市场非银机构加杠杆增持债券的动力较足，机构不愿意持有过多现金资产，进而会逐渐消耗掉非银机构手中的存款，转变为债券资产，资金价格重新回到以银行体系为主导的体系。而近期市场发生两者背离的原因主要是债券利率处于绝对低位导致投资者间出现了巨大分歧，相当大一部分人愿意持有现金，导致了银行市场资金利率的下行，在考虑资金利率同非银存款规模的关系中需要加入利率水平作为核心观测指标。

图 5：非银存款规模同资金利率



资料来源：Wind，嘉合基金

**最后，单纯的对银行体系和金融市场的流动性分析缺失了超储传导链条的关键节点。**如果单纯的通过资产负债表分析央行、银行机构和非银机构的金融类交易忽略了超储项目本身的限制因素，即信用创造带来的超储被动转化为法储。由于政府债券和同业存单对于超储的影响

较为明显，我们在此不做过多讨论，仅考虑实体企业发债的情况。通过资产负债表分析超储流转时，忽略了一个体外变量，就是企业债券规模的增长。由于企业发债相当于增加了银行负债端的存款规模，需要缴纳的法储规模被动上升，进而减少了超储的规模。那么，在金融市场加杠杆的过程中，如果加杠杆都是用于购买新发行债券，势必会导致超储率的进一步压缩，逐步形成“加杠杆-超储减少-资金利率抬升”的反馈机制。但是，目前市场并未发生这样的情形，导致很多人猜测超储同资金利率抬升或者是加杠杆同资金利率抬升之间的逻辑关系失效，其主要原因是目前企业债、城投债发行受挫和地方债发行滞后，导致杠杆的提高由债券价格上行来承接，大部分并未用于购买新债。

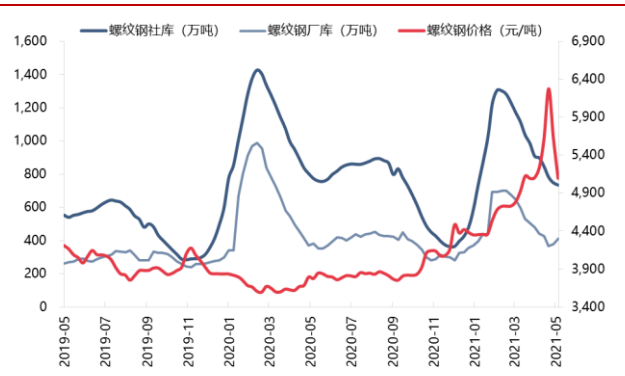
**综上，近期超储同资金利率的传导关系失效，主要是由于市场分歧过大和债券发行受阻导致的，我们需要厘清的是并非超储同资金利率传导关系失效而是需要在“超储-资金利率”的分析模型中加入新的变量，用以完善对于未来资金面的逻辑推导。目前，债券发行逐步进入正轨、市场杠杆逐步高企，资金市场将逐渐进入紧平衡，当供需力量达到临界点时，资金价格可能会出现明显反转，应提前注意相关风险。**



## 二、本周高频数据回顾

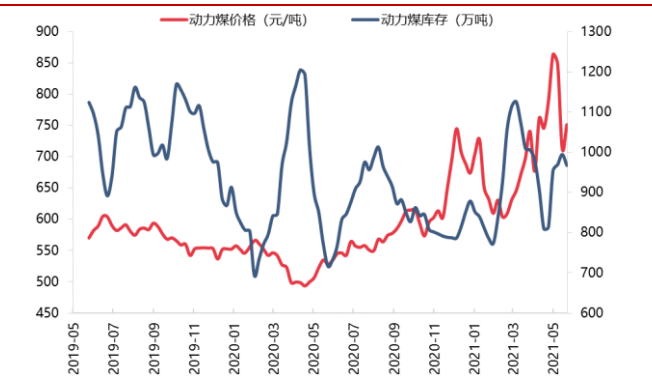
本周螺纹钢价格持续下行，动力煤价格止跌回升，浮法玻璃和 CCFI 运价指数仍维持上行趋势。螺纹钢价格本周持续下行，库存有所回升，国常会政策变化对于钢价影响仍在持续。随着进入夏季，居民用电量逐渐增长，动力煤价格本周止跌回升，库存有所降低。浮法玻璃价格持续上行，说明前期大宗商品价格上行已经逐渐传导至中游商品。此外，国际运价指数和我国集装箱运价指数的背离仍在持续，说明国际大宗商品需求有所降低的同时，我国商品的出口需求仍然旺盛，5 月份出口数据有较强支撑。

图 6：螺纹钢价格及库存走势



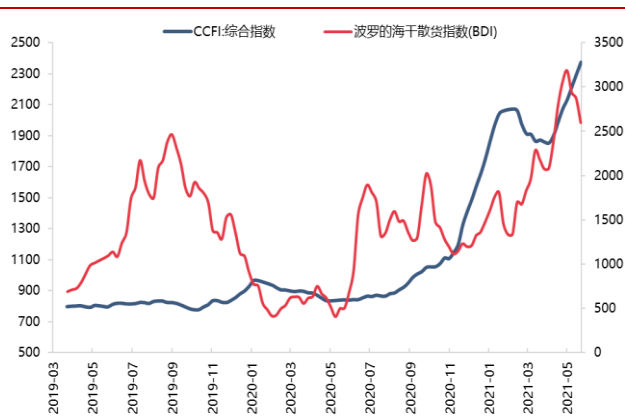
资料来源：Wind，嘉合基金

图 7：煤炭价格及库存走势



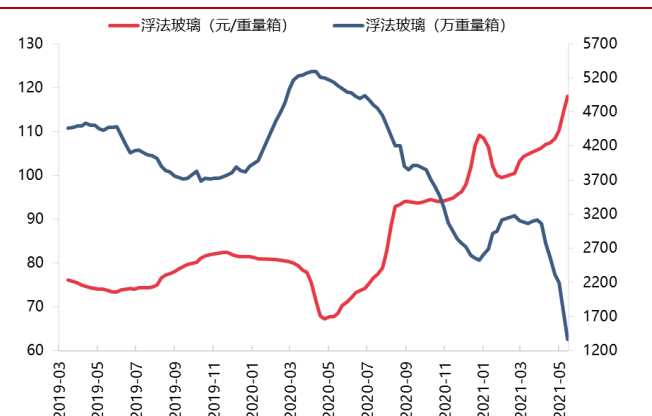
资料来源：Wind，嘉合基金

图 8：海运价格指数走势



资料来源：Wind，嘉合基金

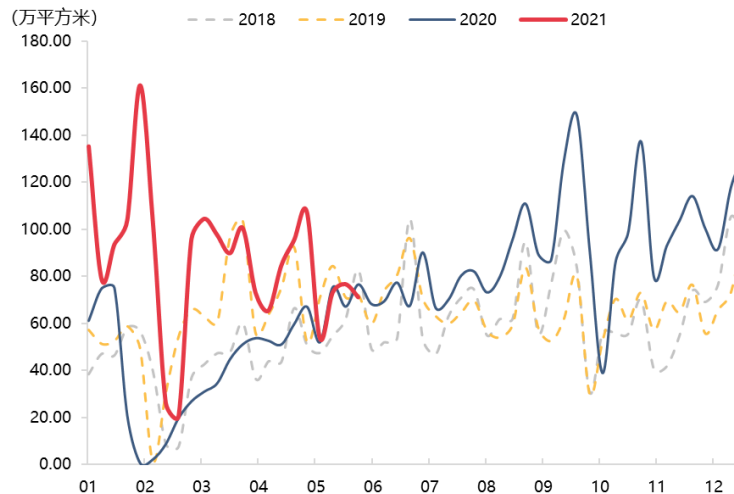
图 9：浮法玻璃价格及库存走势



资料来源：Wind，嘉合基金

房地产销售高频数本周保持稳定，符合季节性增长。房地产成交面积数据基本符合 2020 年之前的季节性规律。在房地产监管趋严的大背景下，房地产市场预计将在未来保持平稳，而集中供地带来的季节性规律重构尚未显现，仍需持续观察。

图 10：30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 嘉合基金

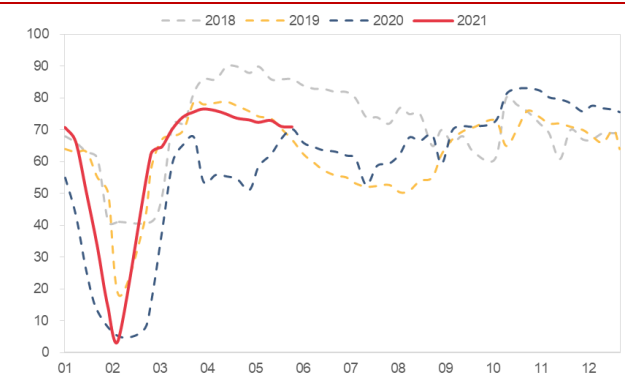
本周高炉开工率和涤纶长丝开工率基本与上周保持一致，高炉开工保持低位稳定，涤纶长丝基本符合往年季节性规律。碳中和和环保政策对高炉开工率的压制作用仍然存在，使得高炉开工始终维持在低位，而涤纶长丝整体供需较为平衡，一方面说明上游价格涨价对于中游企业的影响较小，另一方面说明下游的需求支持仍然较为充足，预计开工率数据短期内将保持现有状态。

图 11: 高炉开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 12: 涤纶长丝开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

农产品价格批发价格指数在猪肉价格拖累下持续下行。农产品方面，目前随着夏季蔬菜水果的逐渐上市，供需逐渐平衡，价格趋于保持稳定。猪肉价格在上周短暂止跌后，本周继续下跌，目前价格已跌破 25 元/公斤，猪肉价格的持续下行很大程度上缓解了我国通胀压力，但同时也使得通胀指标对于整体经济活动的描述准确性有所下降，需要注意结构性通胀风险。

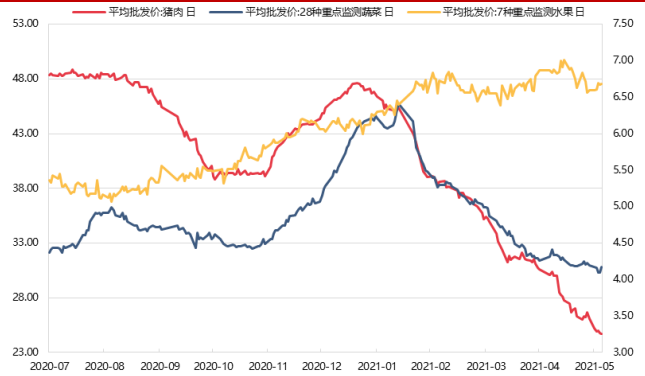
图 13: 农产品批发价格指数: 日

图 14: 猪肉及重点蔬菜、水果价格





资料来源: Wind, 嘉合基金



资料来源: Wind, 嘉合基金

### 三、本周流动性回顾

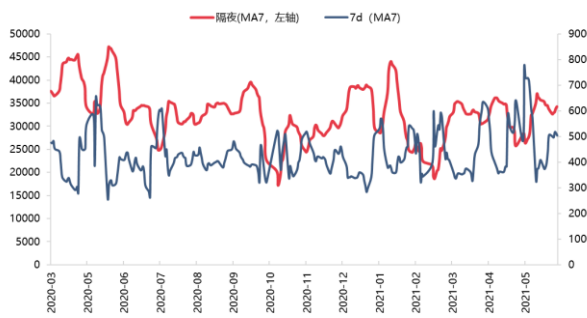
本周央行公开市场操作共投放 500 亿元，逆回购到期 500 亿元，央行实现零投放零回笼。市场价格方面，R001 收于 2.22%，较上周提高 0.96BP；R007 收于 2.14%，较上周下降 29.25BP。本周资金面的焦点在于进入月初资金利率并未迅速下行，导致市场出现一定的流动性收紧担忧。在地方债和信用债发行逐步进入正轨，央行又未投放流动性操作的情况下，资金面流动性收窄是大概率事件，下周地方债又将加速，需注意流动性风险。

图 15: 一周流动性概览

R001				R007				DR001				DR007			
<b>2.22</b>	0.96 ΔBP	前值	2.21	<b>2.14</b>	-29.25 ▼BP	前值	2.44	<b>2.18</b>	1.94 ΔBP	前值	2.16	<b>2.17</b>	-13.5 ▼BP	前值	2.31
7日涨跌bp	0.96	30日分位	90%	7日涨跌bp	-29.25	30日分位	37%	7日涨跌bp	1.94	30日分位	93%	7日涨跌bp	-13.45	30日分位	57%
30日最大	2.51%	60日分位	90%	30日最大	2.70%	60日分位	45%	30日最大	2.28%	60日分位	93%	30日最大	2.58%	60日分位	62%
30日最小	1.47%	90日分位	83%	30日最小	1.82%	90日分位	38%	30日最小	1.47%	90日分位	86%	30日最小	1.77%	90日分位	53%

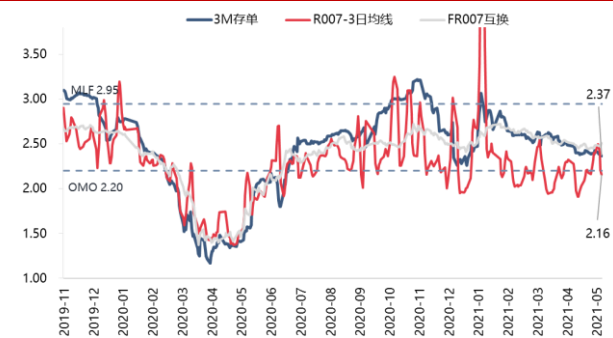
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 16: 银行间回购价格与回缩量



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 17: 资金价格与 3M 存单价格对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

### 四、债券市场回顾

#### 1、利率债市场

本周利率债市场反弹，除一年期限外各期限利率均有所上行。截至本周五，1Y 国债收益率下行 1.66BP 至 2.39%，1Y 国开收益率下行 1.66BP 至 2.54%；10Y 国债收于 3.09%，上行 1.00BP，10Y 国开收于 3.53%，上行 3.50BP。本周利率债市场出现回调，盘后未有明确利空得到确认，市场倾向于将上行归结为资金面的紧缩。目前来看，资金面的逐步收紧可能将持续一段时间，如果市场力量对于资金面的松紧关注较多，利率可能仍将在近期逐步上行。

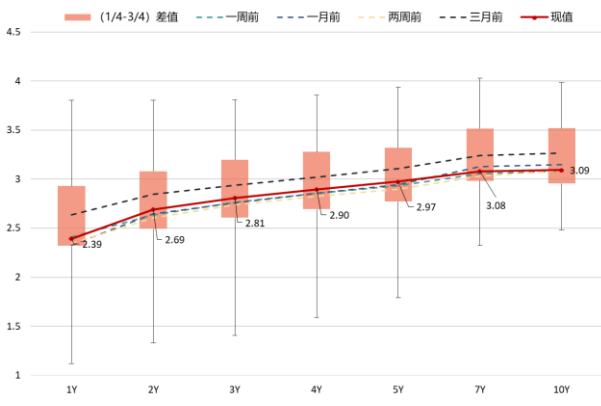
同时，利率的小幅反弹也存在前期获利盘止盈退出的可能。总的来说，债券情绪出现波动，且下周为经济数据密集公布期，PPI上行和经济持续向好是大概率事件，债市压力较大。

图 18：一周利率债概览

1Y国债		3Y国债		5Y国债		10Y国债	
	<b>2.39 -1.66</b>	<b>2.81 4.39</b>	<b>2.97 4.35</b>	<b>3.09 1.00</b>			
前值	2.41 ▼BP	前值 2.76 ▲BP	前值 2.93 ▲BP	前值 3.08 ▲BP			
1Y国开		3Y国开		5Y国开		10Y国开	
	<b>2.54 -1.66</b>	<b>3.09 2.36</b>	<b>3.26 2.25</b>	<b>3.53 3.50</b>			
前值	2.55 ▼BP	前值 3.07 ▲BP	前值 3.24 ▲BP	前值 3.49 ▲BP			

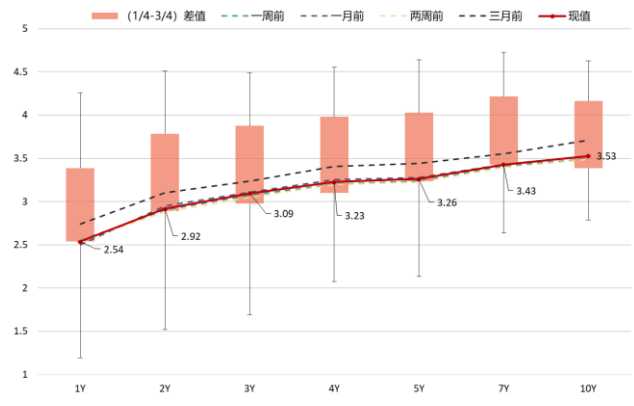
资料来源：Wind，嘉合基金

图 19：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 20：国开债期限结构

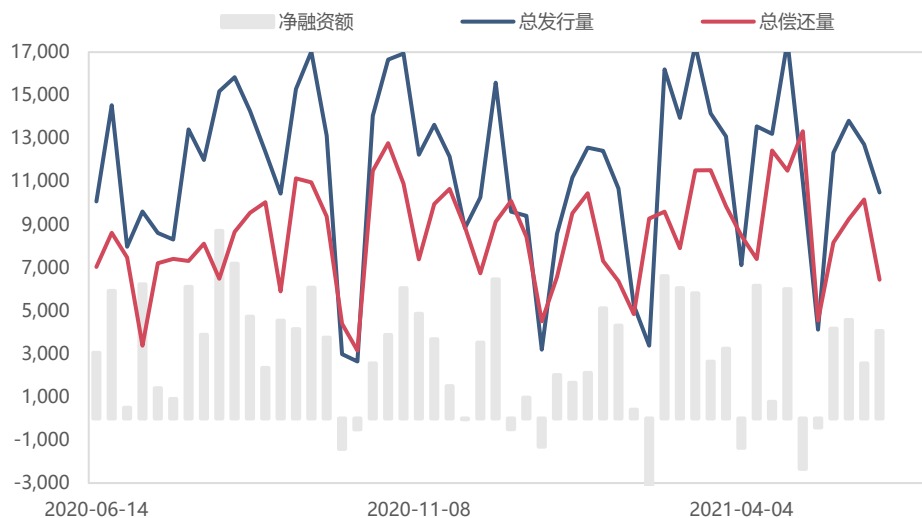


资料来源：Wind，嘉合基金

## 2、信用债市场

本周(5.31-6.6)一级市场信用债发行量 10,488.25 亿元，总偿还量 6,435.60 亿元，净融资量 4,052.65 亿元。分评级来看，上周高评级 AAA 发行占比为 64.43%，AA+ 发行占比为 12.28%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 50.85%，中长期发行占比有所增长。本周共有 3 只债券推迟或取消发行，合计金额为 17.00 亿元，本周取消发行数量较上周有所增加。

图 21：一周信用发行概览



资料来源：Wind，嘉合基金

本周信用债收益率表现分化。其中，中票 5 年期 AA 级上行幅度最大(3bp)，3 年期 AA-级下行

幅度最大(6bp);城投债 1 年期 AA-上行幅度最大(15bp), 7 年期 AA 级下行幅度最大(5bp)。

图 22: 一周信用债收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/28(%)	2.89	3.39	3.62	2.99	3.55	3.89	3.25	4.02	4.40
2021/6/4(%)	2.90	3.38	3.63	3.02	3.54	3.90	3.25	3.97	4.43
变动 (BP)	1	-1	1	3	-0	1	-0	-4	3
2010年以来历史位置	15.10%	15.00%	12.10%	13.30%	10.80%	10.60%	13.40%	16.10%	13.40%
2015年以来历史位置	16.00%	22.40%	21.50%	13.70%	19.30%	18.80%	13.60%	24.30%	21.60%

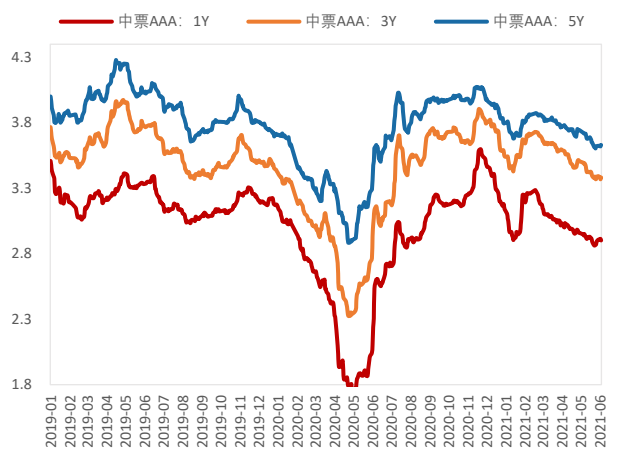
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 23: 一周城投收益率变化

指标名称	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/28(%)	2.88	3.39	3.66	2.97	3.51	3.84	3.07	3.73	4.34
2021/6/4(%)	2.92	3.38	3.67	3.02	3.50	3.85	3.13	3.75	4.30
变动(BP)	4	-0	0	5	-0	0	6	2	-4
2010年以来历史位置	12.00%	11.70%	11.80%	8.70%	11.10%	11.50%	7.60%	12.40%	17.00%
2015年以来历史位置	15.60%	20.90%	21.10%	15.00%	19.80%	20.40%	13.50%	22.10%	30.30%

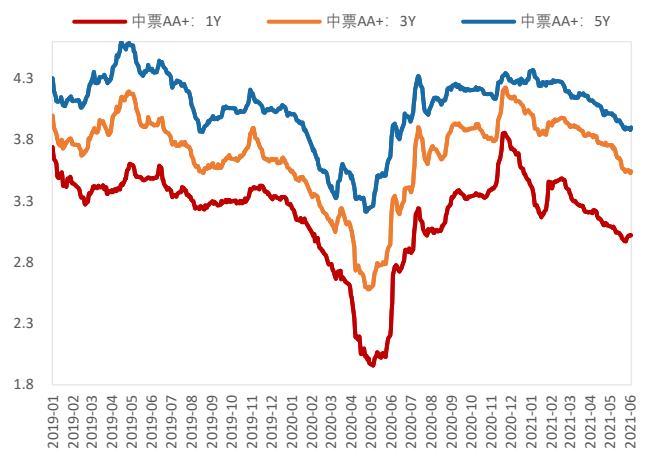
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 24: AAA 中票历史表现



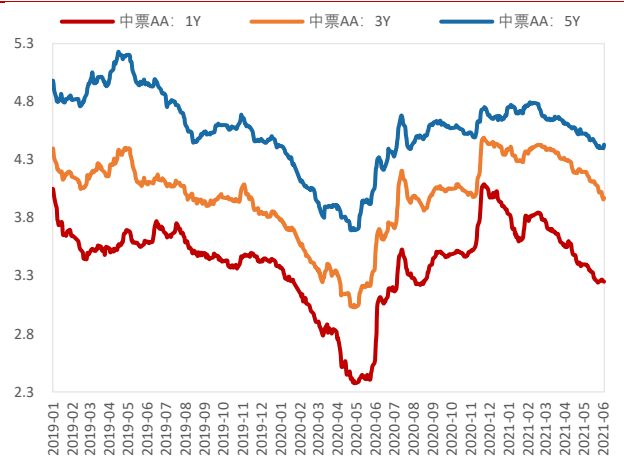
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 25: AA+中票历史表现



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 26: AA 中票历史表现

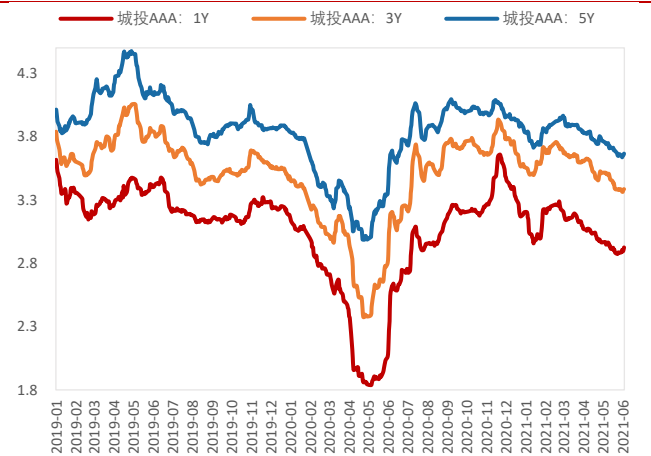


资料来源: Wind, 嘉合基金

图 28: AA+城投历史表现



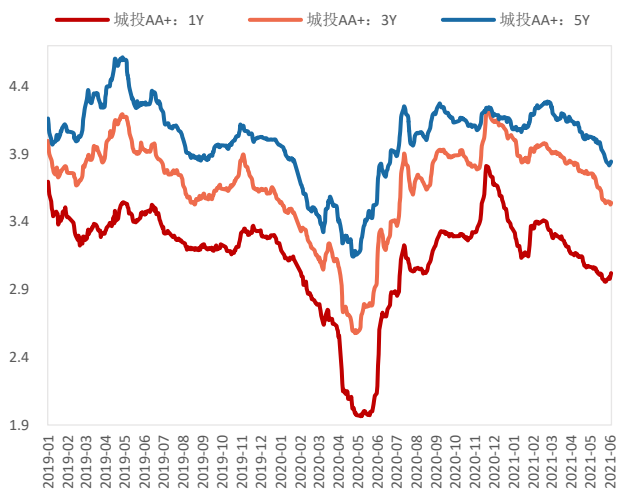
图 27: AAA 城投历史表现



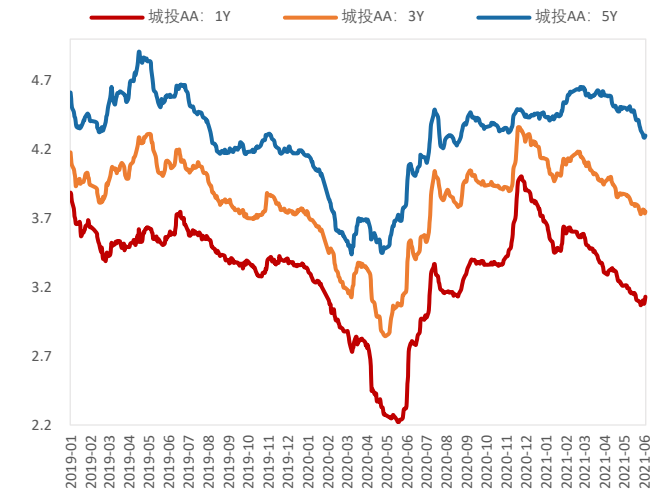
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 29: AA 城投历史表现





资料来源: Wind, 嘉合基金



资料来源: Wind, 嘉合基金

信用利差方面, 本周中票除 5 年期 AA 级、1 年期 AA 级、AAA 级信用利差小幅走阔外, 其余各等级各期限信用利差均表现收窄, 其中 3 年期 AA- 等级收窄幅度最大 (9bp); 城投债除 1 年期 AA- 级、AA 级、AAA 级信用利差小幅走阔外, 其余各等级各期限均表现收窄, 其中 7 年期 AA 等级收窄幅度最大 (7bp)。

图 30: 一周中票信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/28(%)	0.34	0.32	0.38	0.44	0.48	0.65	0.70	0.95	1.16
2021/6/4(%)	0.36	0.29	0.37	0.48	0.45	0.64	0.71	0.88	1.17
变动(BP)	2	-3	-1	4	-3	-1	1	-7	1
2010年以来位置	8.60%	5.70%	12.30%	2.70%	2.20%	9.80%	5.40%	16.00%	21.80%
2015年以来位置	11.80%	8.90%	20.10%	4.70%	3.90%	17.50%	9.20%	28.50%	38.70%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 31: 一周城投信用利差变化

	AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
2021/5/28(%)	0.33	0.31	0.42	0.41	0.43	0.60	0.51	0.66	1.10
2021/6/4(%)	0.39	0.29	0.40	0.48	0.41	0.58	0.59	0.65	1.04
变动(BP)	6	-2	-2	7	-2	-2	8	-0	-6
2010年以来位置	6.00%	3.60%	8.70%	5.90%	3.80%	10.00%	4.70%	7.30%	24.40%
2015年以来位置	10.70%	6.40%	15.50%	10.60%	6.70%	17.80%	8.50%	13.00%	43.50%

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 32: 本周信用风险事件梳理

日期	类型	发行人	事件	相关个债
5月31日	评级下调	中原资产	惠誉决定, 下调中原资产管理有限责任公司信用等级至BB+, 展望为稳定。	19中原资产PPN001
5月31日	评级下调	蓝光发展	穆迪决定, 将四川蓝光发展股份有限公司从B2下调到B3, 展望由稳定调整为负面。	21蓝光MTN001
5月31日	评级下调	泛海控股	联合资信决定, 鉴于2019年5月24日公司对部分美元债券进行兑付调整等因素, 将中国泛海控股集团有限公司主体长期信用等级由AA-下调至A, 并将“20泛海G1”、“18泛海G1”、“18泛海G2”、“15泛海03”、“11中国泛海债02”的信用等级由AA-下调至A, 评级展望为负面。	20泛海G1
6月1日	评级下调	上海电气	2021年6月1日, 穆迪维持上海电气(集团)总公司及其主要子公司上海电气集团股份有限公司的A3发行人评级, 同时将公司评级的展望从稳定调整为负面。	21沪电气SCP001
6月1日	评级下调	蓝光发展	标普报告称, 将四川蓝光发展股份有限公司长期发行人信用评级由B+下调至B-, 并将公司未偿付的有担保美元债券长期发行评级由B下调至CCC+。同时标普将其评级列入负面评级观察名单。 大公公告称, 鉴于蓝光发展盈利能力下滑、未来盈利水平承压、短期债务偿付压力较大等因素, 决定维持蓝光发展主体信用等级AAA, 评级展望调整为负面, 维持“21蓝光MTN001”、“20蓝光MTN002”、“20蓝光MTN003”和“20蓝光04”债项信用等级AAA, 维持“20蓝光CP001”债项信用等级A-1, 后续将持续关注蓝光发展的经营情况与财务状况。	21蓝光MTN001
6月2日	评级下调	山东航空	联合资信评估股份有限公司公告, 联合资信关注到公司受疫情冲击经营大幅亏损、执行新租赁准则导致的所有者权益大幅下降且有息债务规模大幅度增长等因素, 确定将山东航空股份有限公司主体长期信用等级由AAA下调为AA, “20山东航空MTN001”信用等级由AAA下调为AA, 评级展望为稳定。	20山东航空MTN001
6月2日	评级下调	德泰控股	6月1日, 惠誉将大连德泰控股有限公司的长期本外币发行人违约评级(IDR)从BBB-下调至BB+, 展望稳定, 主要系德泰控股的股权结构发生变化, 导致惠誉降低了对其地位、所有权和控制权的属性以及违约所造成的财务影响的评估。	18德泰MTN001
6月3日	评级下调	蓝光发展	中诚信国际将四川蓝光发展股份有限公司的主体信用等级由AA+调降至AA, 将“19蓝光01”、“19蓝光02”和“19蓝光04”等相关债项信用等级由AA+调降至AA, 并将主体和债项信用等级列入可能降级的观察名单。本次级别调降的主要原因为公司外部环境及政策变化加大公司经营及再融资压力, 存续非银借款占总债务比重高、非银借款偿付能力弱, 年内债券偿付压力大, 此外公司少数股东权益占比较高、土地储备略显不足或将加大其未来资本支出压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。	21蓝光MTN001
6月3日	评级下调	宁夏晟晏实业	宁夏晟晏实业集团有限公司公告称, 东方金诚下调公司主体信用等级为BB, 评级展望为负面, “18晟晏02”及“18晟晏G1”信用等级为BB。本次级别调降的主要原因为2020年公司大幅亏损, 流动性压力大, “16晟晏债”兑付存在重大不确定性, 公司资产及子公司股权受限规模较大, 再融资能力较弱。	18晟晏G1
6月4日	评级下调	昆明交投	惠誉报告称, 将昆明市交通投资有限责任公司长期本外币发行人违约评级(IDR)由BBB-下调至BB+, 展望稳定。	21昆交投PPN001
6月4日	评级下调	春华水务	联合资信公告, 公司债券逾期规模持续增长、间接融资渠道拓展受阻、自身融资能力显著下滑、短期偿债压力大, 因此将呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司主体长期信用等级由AA调整为AA-。“16春华水务MTN001”、“16春华水务MTN002”和“16春华水务MTN003”信用等级由AA调整为AA-, 评级展望为负面。	17春华水务PPN001

资料来源: Wind, 嘉合基金

图 33: 行业新闻跟踪

日期	相关新闻
5月31日	生态环境部发文加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控, 要求严格“两高”项目环评审批
5月31日	今年前4个月, 汽车制造业完成营业收入近2.9万亿元, 同比增长51.7%
6月1日	生态环境部透露, 拟于6月底前启动全国碳市场上线交易
6月1日	4月全国共销售彩票291.03亿元。1-4月累计销售彩票1136.25亿元
6月2日	国家发改委印发排水设施建设中央预算内投资专项管理暂行办法
6月3日	2021年5月, 汽车行业销量预估完成220.4万辆, 环比下降2.1%, 同比增长0.5%
6月3日	全球首批搭载鸿蒙OS的智能汽车将是两款北汽明星
6月4日	重点将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高的高值医用耗材纳入采购范围
6月4日	生态环境部: 中国2020年碳排放强度比2015年下降了18.8%

资料来源: Wind, 嘉合基金

### 3、可转债市场

本周中证转债指数上涨了**0.08%**，共成交**2493.90**亿元，成交额较上周（**3163.27**亿元）有所回落，市场估值略有上涨，转债隐含波动率平均值上涨了**0.71%**，收于**27.8%**，位于历史**60.9%**分位数。当前转债估值整体略高于市场平均水平，短期提升空间有限，需注意流动性收紧加股市下跌带来的转债估值和正股趋势同时向下，转债仓位不宜配置太高。分个券来看，本周鼎盛转债、美诺转债和锋龙转债涨幅居前，周涨幅分别为**22.5%**、**14.9%**和**13.2%**，英科转债、迪龙转债和特一转债跌幅居前，周跌幅分别为**22.7%**、**11.2%**和**7.4%**，其中英科转债大幅下跌主要是因为英科医疗大股东大幅减持带动正股下跌。

本周上证指数自周一、周二上涨后有所回落，周跌幅**0.25%**，收于**3591.84**点，沪深**300**下跌了**0.73%**，创业板指下跌了**0.32%**。上证指数和创业板指成交量较上周略有上涨，沪深**300**成交量较上周有所回落。分行业来看，本周上涨的行业指数略多于下跌的行业指数，其中化工、采掘和通信行业涨幅居前，周涨幅分别为**3.16%**、**2.46%**和**2.12%**，休闲服务、家用电器和非银金融板块跌幅居前周跌幅分别为**5.49%**、**2.97%**和**2.65%**。

图 34：一周指数概览

名称	收盘价	周涨跌幅	周成交额(亿元)	上周成交额(亿元)
上证指数	3,591.84	-0.25%	22,548.23	21,766.76
沪深 300	5,282.28	-0.73%	15,172.47	16,722.47
创业板指	3,242.61	0.32%	9,593.76	8,937.53
中证转债	383.12	0.08%	2,493.90	3,163.27

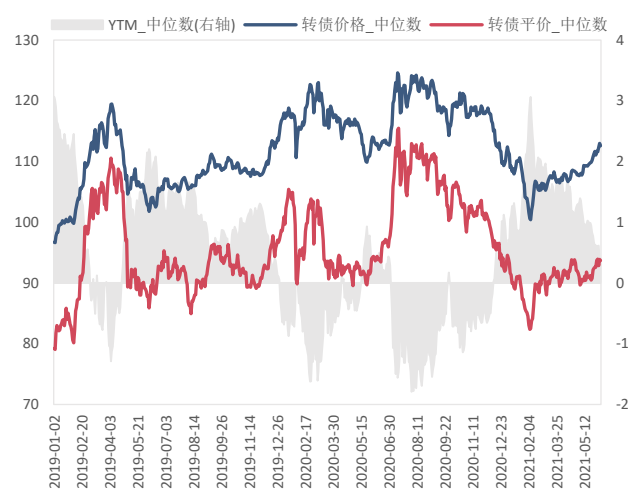
资料来源：Wind，嘉合基金

图 35：转债市场隐含波动率



资料来源：Wind，嘉合基金；\*剔除价格超过130且溢价大于30%的转债

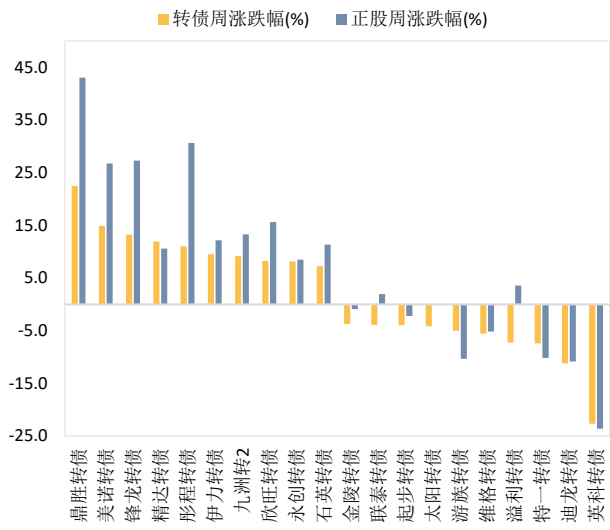
图 36：转债市场转股溢价率走势



资料来源：Wind，嘉合基金

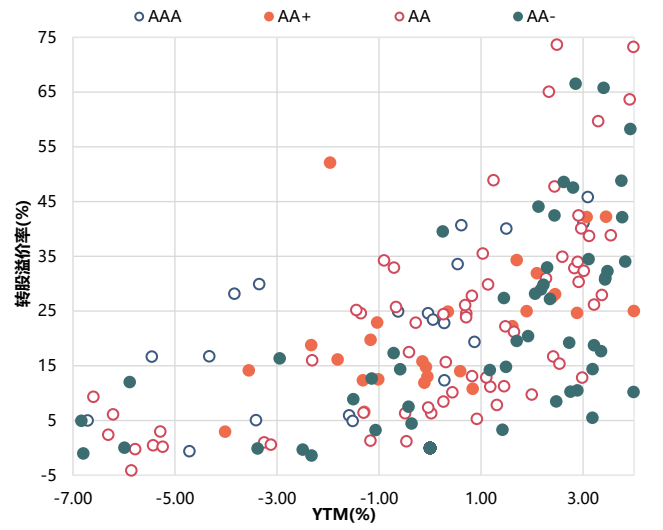


图 37: 本周转债涨跌幅前 10



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 38: 转债个券转股溢价率和到期收益率分布情况



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周有正川转债和晶科转债上市, 上市第一天收盘价分别为 107.06 元和 106.71 元。本周共有 20 家公司可转债发行有新进展, 其中获得董事会预案的有 3 家公司, 分别为东杰智能(6 亿)、科蓝软件(5.38 亿)、恒逸石化(30 亿); 获得股东大会通过的有 12 家公司, 分别为温州宏丰(3.21 亿)、成都银行(80 亿)、南卫股份(2.5 亿)、药石科技(11.5 亿)、回盛生物(7 亿)、锦鸡股份(6 亿)、华翔股份(8 亿)、华兴源创(8 亿)、博汇股份(4 亿)、首华燃气(13.79 亿)、红墙股份(5.2 亿)、设研院(3.76 亿); 获得发审委通过的有 4 家公司, 分别为台华新材(6 亿)、帝尔激光(8.4 亿)、中大力德(2.7 亿)、天合光能(52.52 亿)。获得证监会核准的有 1 家公司, 分别为湘佳股份(6.4 亿)。

目前暂无下周转债上市通知。

图 39: 可转债发行新进度一览

公司代码	公司名称	方案进度	预案公告日	规模(亿元)
603055.SH	台华新材	发审委通过	2020/12/26	6
002982.SZ	湘佳股份	证监会核准	2021/1/12	6.4
300486.SZ	东杰智能	董事会预案	2021/6/5	6
300283.SZ	温州宏丰	股东大会通过	2021/2/19	3.21
300663.SZ	科蓝软件	董事会预案	2021/5/29	5.38
601838.SH	成都银行	股东大会通过	2021/4/29	80
603880.SH	南卫股份	股东大会通过	2021/5/14	2.5
300725.SZ	药石科技	股东大会通过	2021/5/17	11.5
300871.SZ	回盛生物	股东大会通过	2021/4/27	7
300776.SZ	帝尔激光	发审委通过	2020/12/29	8.4
300798.SZ	锦鸡股份	股东大会通过	2020/9/21	6
000703.SZ	恒逸石化	董事会预案	2021/6/1	30
002896.SZ	中大力德	发审委通过	2021/1/12	2.7
603112.SH	华翔股份	股东大会通过	2021/5/20	8
688001.SH	华兴源创	股东大会通过	2021/5/19	8
300839.SZ	博汇股份	股东大会通过	2021/5/18	4
300483.SZ	首华燃气	股东大会通过	2021/3/17	13.79
002809.SZ	红墙股份	股东大会通过	2021/4/14	5.2
688599.SH	天合光能	发审委通过	2020/12/29	52.52
300732.SZ	设研院	股东大会通过	2020/11/20	3.76

资料来源：深圳证券交易所