

嘉合固定收益周报

5 月经济数据基本符合预期，基建投资当月负增长

宏观利率

国家统计局 6 月 16 日公布了 5 月份经济运行数据：

- 中国 5 月社会消费品零售总额同比增 12.4%，预期增 12.8%，前值增 17.7%；
- 中国 5 月规模以上工业增加值同比增 8.8%，预期增 8.6%，前值增 9.8%；
- 中国 1-5 月固定资产投资同比增 15.4%，前值增 19.9%；
- 中国 1-5 月房地产开发投资同比增长 18.3%，1-4 同比增长 21.6%；
- 中国 5 月城镇调查失业率为 5%，前值为 5.1%，1-5 月全国城镇新增就业 574 万人。

信用债

上周(6.14-6.20)一级市场信用债发行量 11,492.89 亿元，总偿还量 8,991.02 亿元，净融资量 2,501.87 亿元。分评级来看，上周高评级 AAA 发行占比为 57.92%，AA+发行占比为 14.55%。本周中票收益率大多上行。其中，3 年期 AA+级上行幅度最大(9bp)；城投债 1 年期 AAA 上行幅度最大(5bp)。

可转债

本周转债市场跟随股市大幅下跌，中证转债指数下跌了 1.80%，共成交 1963.8 亿元，日均成交量较前一周有所上涨，转债价格中位数收于 110.9 元，下跌了 1.91%。转债估值大幅下跌，转债隐含波动率平均值下跌了 1.46%，收于 25.88%，位于历史 45.4% 分位数。

本周有濮耐转债和起帆转债上市，上市第一天收盘价分别为 105.8 元和 104.4 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 8 家公司；获得股东大会通过的有 9 家公司；获得发审委通过的有 1 家公司。获得证监会核准的有 2 家公司。目前尚无下周转债新券上市通知。

嘉合基金固定收益研究部

2020 年 06 月 20 日 星期日

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、5月份经济运行数据

国家统计局6月16日公布了5月份经济运行数据：

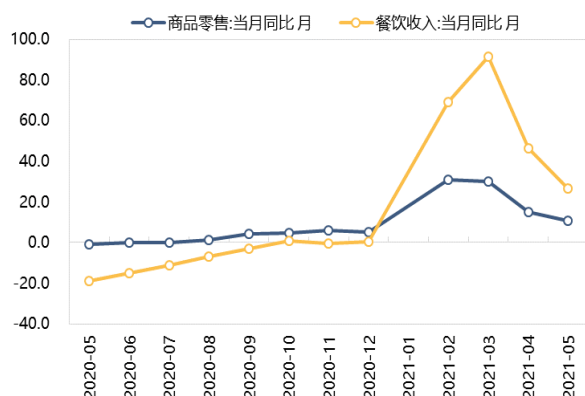
- 中国5月社会消费品零售总额同比增12.4%，预期增12.8%，前值增17.7%；
- 中国5月规模以上工业增加值同比增8.8%，预期增8.6%，前值增9.8%；
- 中国1-5月固定资产投资同比增15.4%，前值增19.9%；
- 中国1-5月房地产开发投资同比增长18.3%，1-4同比增长21.6%；
- 中国5月城镇调查失业率为5%，前值为5.1%，1-5月全国城镇新增就业574万人。

5月份，社会消费品零售总额35945亿元，同比增长12.4%；比2019年5月份增长9.3%，两年平均增速为4.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额32257亿元，增长13.2%。社零数据整体仍在缓慢复苏，汽车分项表现不佳，拖累整体数据表现。

分项来看，商品零售和餐饮服务增速均有较大程度的收敛，分别同比增长10.9%和26.6%，较上月下行4.2%和19.8%。主要原因是2020年5月社零数据有较大程度的跳升引起的高基数，导致本月分项同比数据表现一般。但去年疫情管控基本完成后的数据大幅修复属于一次性数据扰动，对6月份数据的同比表现影响有限，同比增速下行有望止跌回升。餐饮收入中，限额以上单位餐饮收入同比增长40.8%，高于餐饮整体增速14.2个百分点，是餐饮收入快速回复的主要推动力；商品零售中，家电、汽车表现较为平淡，市场普遍预期的地产后周期爆发尚未出现，结合行业信息，有一定可能是供给端不足以及核心零部件涨价带来的影响，预计短期内低增速仍将持续。

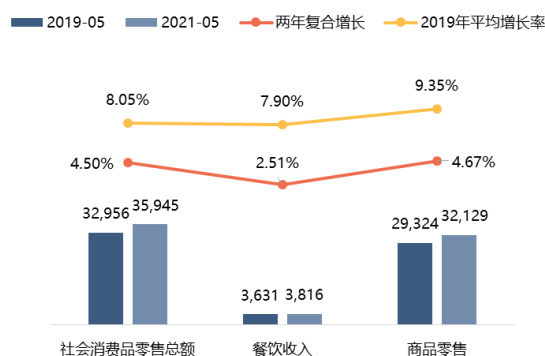
综合来看，目前我国社零数据已完全恢复至疫情前水平，复苏情况良好，但在无外部强刺激影响下，整体消费尚难以实现两年复合增速追平疫情前同比增速，预计2021年全年相较2019年的复合增速在4.6%左右。

图1：社零分项数据：当月同比



资料来源：PIIE

图2：社零分项符合增长



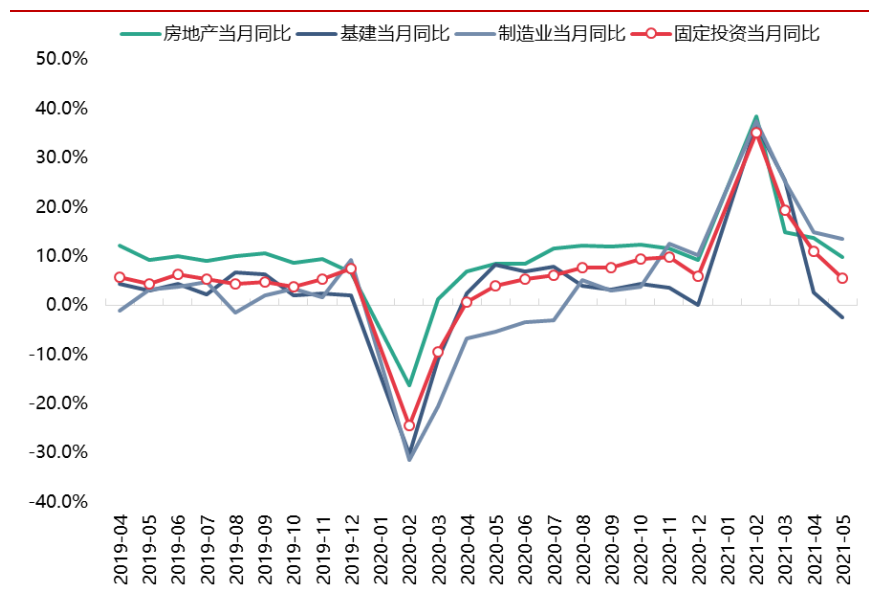
资料来源：Wind，嘉合基金

1-5月份，全国固定资产投资（不含农户）193917亿元，同比增长15.4%；比2019年1-5月份增长8.5%，两年平均增长4.2%。其中，民间固定资产投资112472亿元，同比增长18.1%。从环比看，5月份固定资产投资（不含农户）增长0.17%。

从单月同比增速数据来看，5月份，固定投资同比增长 5.51%、房地产当月增长 9.79%、基建当月增长-2.46%以及制造业当月增长 13.50%。房地产投资保持较强韧性，在持续的高压政策下仍然能够保持较为稳定的增速，单月增长水平基本与 2019 年平均水平一致；制造业投资仍然保持较快增长，两年复合增速也从上月 3.44%提高至 3.66%；基建投资本月出现同比负增长，一部分可以解释为 2020 年疫情过后基建托底经济的动力较足，使得同比增速受到高基数影响，但更主要的原因是今年地方债发行后置且出现部分项目审批困难的情况，导致基建投资受到压制。

综合来看，房地产韧性较强、基建推进缓慢已经被市场充分预期，制造业投资表现亮眼使得固定资产投资数据有较好的表现，但 2020 年下半年地产投资有明显加速，基建投资也处于较为合理水平，使得未来整体固定资产投资增长有较大压力。一方面，在首轮集中供地之后，房地产投资仍未出现快速增长，可能会在下半年拖累投资数据；另一方面，地方债发行后置的情况尚未改变，城投债融资受阻，使得基建投资不确定性不断增加，短期内仍将持续拖累固定资产投资数据。从历史数据来看，6 月份单月投资数据都会出现一定程度的跳升，尤其是 2020 年 6 月数据抬升幅度较大，下月投资数据可能出现明显不及预期。

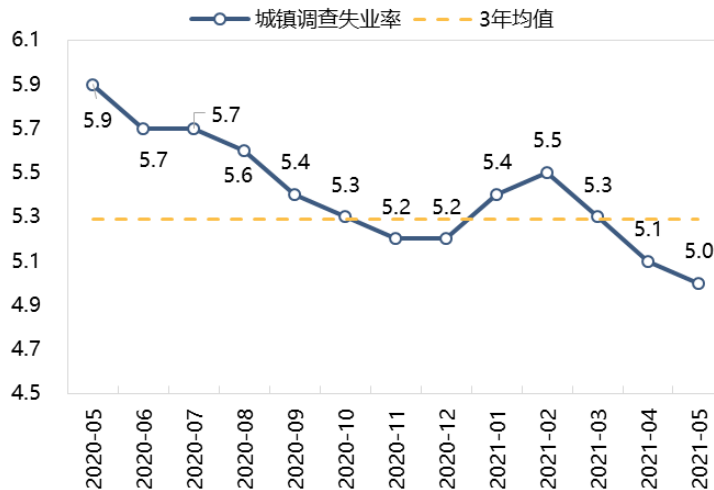
图 3：固定资产投资及其分项单月同比



资料来源：Wind，嘉合基金

5 月我国城镇人口调查失业率为 5.0%，较上月下降 0.2 个百分点，已经连续 3 个月下行，目前失业率水平与政府工作报告中的失业率要求已经有较大的安全区间。目前来看，马上进入大学毕业季，从历史统计数据上来看往往仅影响 7 月份失业率数据，6 月份数据受影响较小。目前整体就业水平处在较为健康的区间，预计毕业季不会对失业率水平造成较大冲击。

图 3：固定资产投资及其分项单月同比



资料来源: Wind, 嘉合基金

2、存款利率报价或将下调

今年6月1日, 人民银行召开市场利率定价自律机制工作会议, 审议通过了优化存款利率自律管理方案。近期, 部分媒体报道了存款利率上浮上限的大体调整幅度, 有部分机构解读为“降息”, 引起市场热议。

本次媒体披露的存款利率上浮上限调整大致为从原来的“基准利率 × 倍数”调整为“基准利率 + 基点”的报价方式, 从数字关系角度不难看出本次调整对于长端存款利率影响较大。具体来看, 大行、股份行以及中小银行此前在存款利率按比例上浮上限分别为 1.3 倍、1.4 倍和 1.5 倍, 本次调整按照四大行和其他银行对不同期限的存款实行不同的加点上限要求, 详细点差如下图所示:

图 4: 存款利率上浮上限调整后存款利率对比

| 期限 | 基准利率 (%) | 按上浮倍数报价 (%) | | | 按加点报价 (%) | |
|----|----------|-------------|--------|--------|-----------|------|
| | | 上浮1.3倍 | 上浮1.4倍 | 上浮1.5倍 | 四大行 | 其他银行 |
| 活期 | 0.35 | 0.46 | 0.49 | 0.525 | 0.45 | 0.55 |
| 3M | 1.10 | 1.43 | 1.54 | 1.65 | 1.60 | 1.85 |
| 6M | 1.30 | 1.69 | 1.82 | 1.95 | 1.80 | 2.05 |
| 1Y | 1.50 | 1.95 | 2.10 | 2.25 | 2.00 | 2.25 |
| 2Y | 2.10 | 2.73 | 2.94 | 3.15 | 2.60 | 2.85 |
| 3Y | 2.75 | 3.58 | 3.85 | 4.125 | 3.25 | 3.50 |

资料来源: Wind, 嘉合基金

如果按照以上模式调整, 1年期以内的存款利率有所上浮, 1年期以上(包括一年期)的存款利率将明显下降, 同时四大行之外的其他银行在短期存款端具有明显优势。首先值得说明的是, 过去银行实际存款价格并不会按照上限上浮。例如, 中小农商行2年期定存价格普遍在2.94%左右, 上浮倍数为1.4倍, 3年期定存价格普遍在3.85%左右, 上浮倍数为1.4倍。如果按照最高上限衡量本次改革, 可能会加大点差, 过高估计整体影响的幅度。

其次, 虽然本次调整中四大行存款价格吸引力较弱, 但中小银行过往依靠高定存利率吸收存款的占比较大, 未来这种业务模式将受到极大压制, 存在存款流出的可能。换句话说, 四大行本就不依赖较高的定存利率吸引存款, 虽然本次改革处于弱势地位, 但总体影响有限。相反部分中小银行长期依赖较高的定存利率吸引存款, 本次调整使得存款利率上浮空间被大大压制, 定存吸引力明显下降, 容易造成存款流失。总体来看, 改革整体利好本次被划归为其他银行的股份制商业银行。

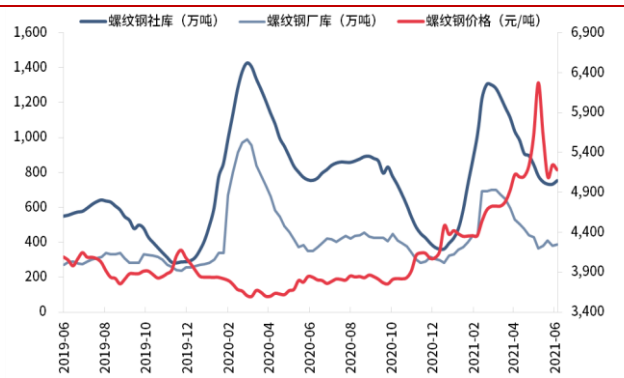
再次，本次调整主要原因是贷款利率改革后转变为“LPR+ 基点”的方式，而疫情后的降息措施使得贷款利率下行和存款利率按照比例上浮的方式出现了不对称的情况，银行端存贷款收益率曲线出现了扭曲，加大了银行的运营压力，降低了货币政策的传导效率。由于之前存贷款利率边度的不对称性，上市银行的净息差（NIM）从 2.27% 降至 2.17%，银行体系净息差从 2.20% 降至 2.07%，对银行体系造成了较大冲击。本次存款利率上浮上限的调整消除了两者之间的不对称性，降低银行运行风险，进一步提高货币政策的传导效率，降低全社会融资成本。

最后，本次存款利率上浮上限调整能否被解读为“降息”仍未明朗。对于资本市场来说，降低存款利率上浮上限对市场利率的传导可理解为“存款利率 - (NIM) - 贷款利率 - (比价效应) - 市场利率”，所以本次旨在改善银行负债端压力的改革能否传导至市场利率还需要看 LPR 报价是否变动。当然，银行负债端压力改善一方面其内部 FTP 考核会出现变动，影响银行债券投资，会导致债券利率下行；另一方面定存吸引力降低势必会导致部分资金向理财、基金流动，推动市场利率下行。所以，LPR 如果下行，相当于为市场利率下行幅度定下一个下限，而按照整体银行负债成本计算，在 LPR 不变的情况下对于市场利率的影响在 5bp 以内。总体来说本次政策调整无疑是对债券市场利好，但整体利率水平变动和资金流向较为复杂，可能有超预期的情况存在（如银行资金流出导致流动性收紧），望谨慎参与。

二、本周高频数据回顾

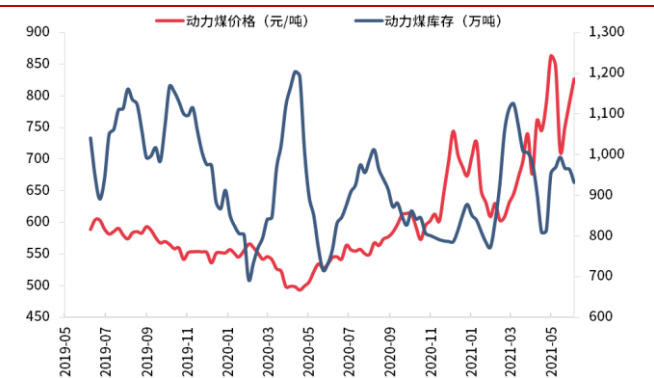
本周螺纹钢价格保持稳定，其他主要价格指标均有所上行。螺纹钢价格在上周价格出现小幅反弹后本周保持稳定，库存出现一定的企稳回升；煤炭价格本周继续上行，目前仍在夏季用电量攀升初期，未来动力煤价格可能仍将维持上行趋势。近期南方进入汛期，水库水位有所上升，短期内可能将有效抑制动力煤价格上行；本周海内外运价指数分化趋势结束，BDI 指数和 CCFI 均出现了上行，且 BDI 指数上行速度较快，可能与海外疫苗接种接近临界点，供给端逐步恢复有关，需警惕大宗商品的再一轮价格上行。

图 5：螺纹钢价格及库存走势



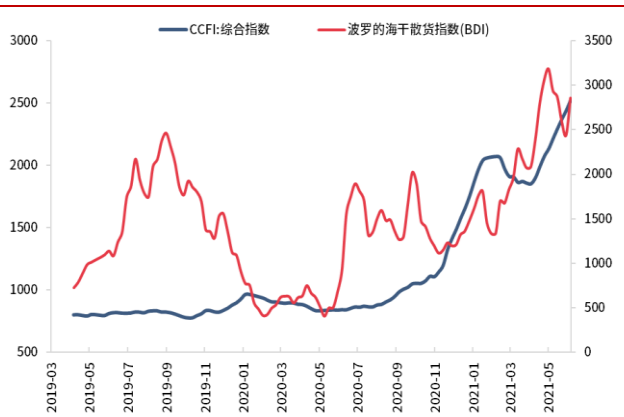
资料来源：Wind，嘉合基金

图 6：煤炭价格及库存走势



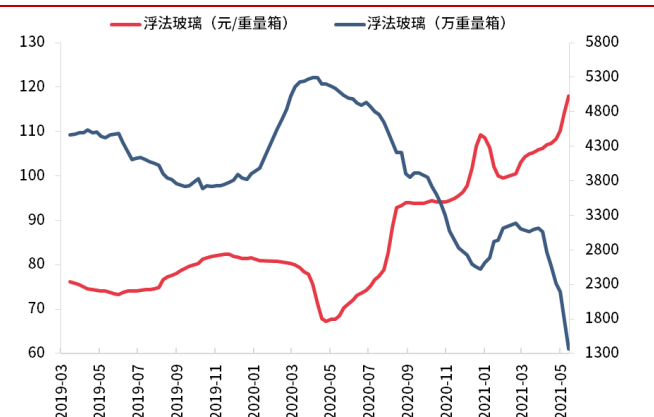
资料来源：Wind，嘉合基金

图 7：海运价格指数走势



资料来源：Wind，嘉合基金

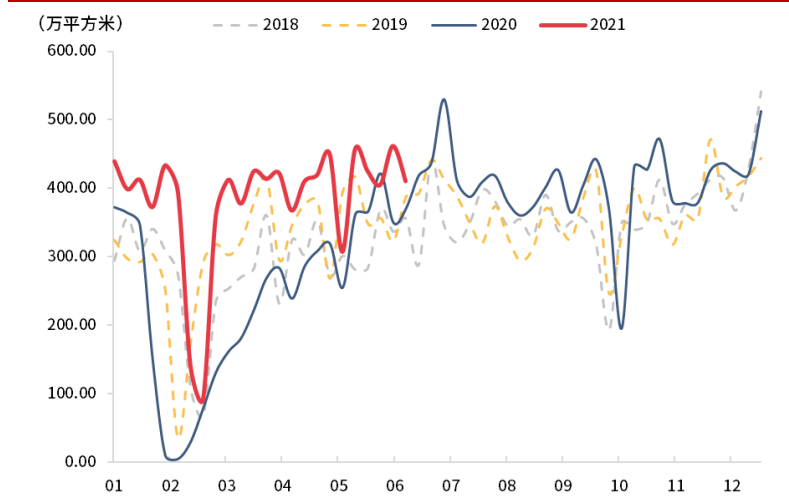
图 8：浮法玻璃价格及库存走势



资料来源：Wind，嘉合基金

本周房地产销售高频数据本周有所回落，向季节性靠拢。房地产销售在上周超预期表现后，本周迅速回落，目前基本与往年同期水平保持一致。从季节性来看，暑期往往是年内房地产的高点，今年房地产政策对于供需双方限制较大，整体销售是否在暑期仍具有较强的弹性是观察今年房地产变化的重要窗口期。如果政策压制下的需求仍然有较强表现，年内整体房地产行业销售以及房地产投资均有较强支撑，对于经济增速也有兜底作用。如果弹性不足，可能拖累整体投资端表现，在基建行业表现持续低于预期的现状下，经济增速可能超预期下行。

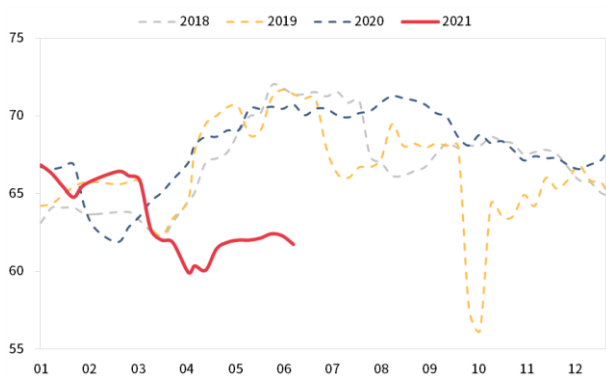
图 9：30 大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 嘉合基金

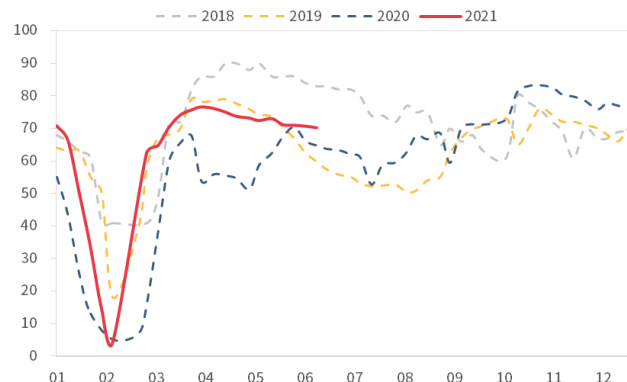
本周涤纶长丝开工率基本与上周保持一致，高炉开工有所下行。碳中和和环保政策对高炉开工率的压制作用仍然存在，使得高炉开工始终维持在低位。本周统计局公布的基建投资数据不及预期，单月同比出现负增长，基建行业需求不足是导致高炉开工持续低迷的主要原因。而涤纶长丝整体供需较为平衡，预计短期内开工率水平仍将维持现状，符合季节性表现。

图 10: 高炉开工率历年对比



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 11: 涤纶长丝开工率历年对比

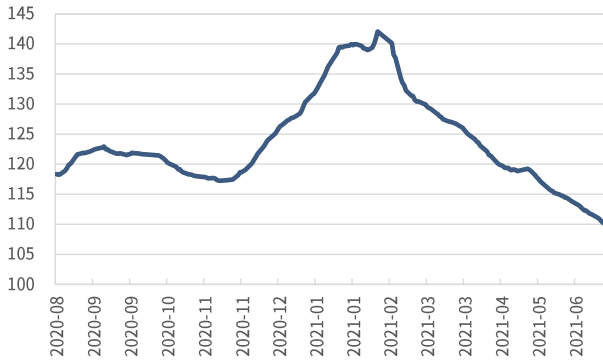


资料来源: Wind, 嘉合基金

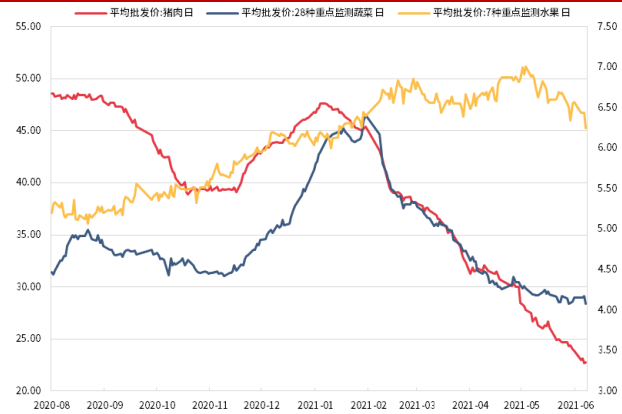
农产品价格批发价格指数持续受到猪肉价格拖累。农产品方面，目蔬菜水果供需平衡，价格趋于保持稳定。猪肉价格本周继续下跌，目前价格已跌破 23 元/公斤，猪肉价格的持续下行很大程度上缓解了我国通胀压力，但同时也使得通胀指标对于整体经济活动的描述准确性有所下降，需要注意结构性通胀风险。

图 12: 农产品批发价格指数: 日

图 13: 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

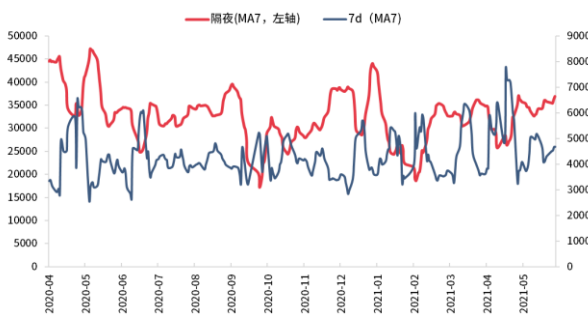
本周央行公开市场操作共投放 400 亿元，逆回购到期 500 亿元，MLF 到期 2000 亿元，MLF 投放 2000 亿元，央行实现净回笼 100 亿元，系节假日扰动所致。市场成交价格方面，R001 收于 2.05%，较上周上行 14.18BP；R007 收于 2.21%，较上周上行 4.65BP。近期存单利率小幅抬升，R007 和 DR007 中枢有所抬升，可能是近日银行现金理财和存款利率新规扰动，具体影响还未完全显现，但已经对资金面造成实质性影响，短端利率抬升压力增大，临近半年末，需注意流动性风险。

图 14：一周流动性概览

| R001 | | | | R007 | | | | DR001 | | | | DR007 | | | |
|-------------|------------------|-------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------------|-------------|------------------|-------|-------------|-------------|-----------------|-------|-------------|
| 2.05 | 14.18 ΔBP | 前值 | 1.91 | 2.21 | 4.65 ΔBP | 前值 | 2.17 | 2.03 | 14.61 ΔBP | 前值 | 1.88 | 2.20 | 8.46 ΔBP | 前值 | 2.12 |
| 7日涨跌bp | 14.18 | 30日分位 | 50% | 7日涨跌bp | 4.65 | 30日分位 | 53% | 7日涨跌bp | 14.61 | 30日分位 | 53% | 7日涨跌bp | 8.46 | 30日分位 | 67% |
| 30日最大值 | 2.51% | 60日分位 | 62% | 30日最大值 | 2.70% | 60日分位 | 53% | 30日最大值 | 2.31% | 60日分位 | 65% | 30日最大值 | 2.58% | 60日分位 | 68% |
| 30日最小值 | 1.47% | 90日分位 | 64% | 30日最小值 | 1.82% | 90日分位 | 53% | 30日最小值 | 1.47% | 90日分位 | 67% | 30日最小值 | 1.77% | 90日分位 | 66% |

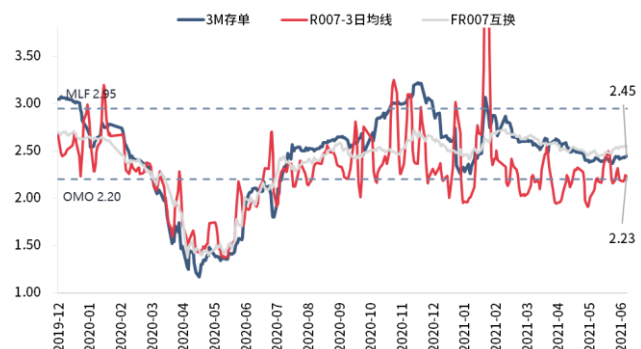
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 15：银行间回购价格与回缩量



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 16：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

本周债券市场多空博弈明显，整体债收益率窄幅震荡。截至本周五，1Y 国债收益率上行 8.15BP 至 2.53%，1Y 国开收益率下行 0.63BP 至 2.56%；10Y 国债收于 3.12%，下行 0.74BP，10Y

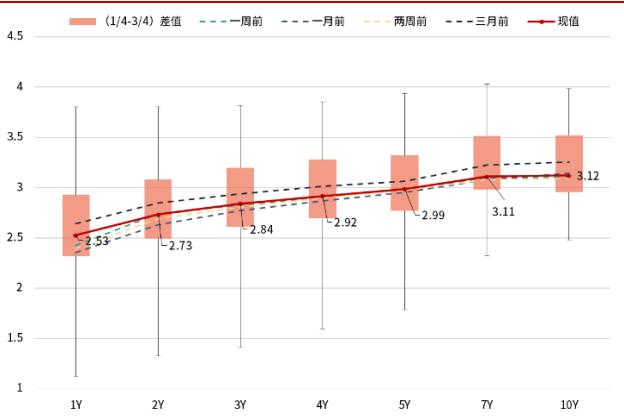
国开收于 3.52%，下行 0.5BP。本周初，受到资金面和存单利率上行影响，利率有所上升，周中受到美债大幅下行影响价格出现反弹，除 1 年期国债外均呈现窄幅震荡格局。从曲线形态上来看，国债收益率曲线在短端上长端下的影响下大幅走平，国开债曲线与前几周基本保持形态相同，期限利差明显。简单来看，由短端利率引发的国债收益率曲线走平短期内使得长端利率和国开债收益率承压，有一定的上行风险；但由于万得国债收益率曲线标准券的选择问题，导致高估了短端国债收益率水平，对整体收益率曲线造成了一定扭曲。综合来看，6 月份整体资金面易紧难松，在不考虑突发政策影响下，整体债市上行风险加大。

图 17：一周利率债概览

| 1Y国债 | | 3Y国债 | | 5Y国债 | | 10Y国债 | |
|------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| | 2.53 | 8.15 | 2.84 | -0.79 | 2.99 | -2.18 | 3.12 |
| 前值 | 2.45 | ▲BP | 前值 | 2.85 | ▼BP | 前值 | 3.01 |
| | 2.56 | -0.63 | 3.14 | 0.09 | 3.33 | 2.10 | 3.52 |
| 前值 | 2.56 | ▼BP | 前值 | 3.14 | ▲BP | 前值 | 3.31 |
| 1Y国开 | | 3Y国开 | | 5Y国开 | | 10Y国开 | |
| | 2.56 | -0.63 | 3.14 | 0.09 | 3.33 | 2.10 | 3.52 |
| 前值 | 2.56 | ▼BP | 前值 | 3.14 | ▲BP | 前值 | 3.51 |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |
| | | | | | | | |

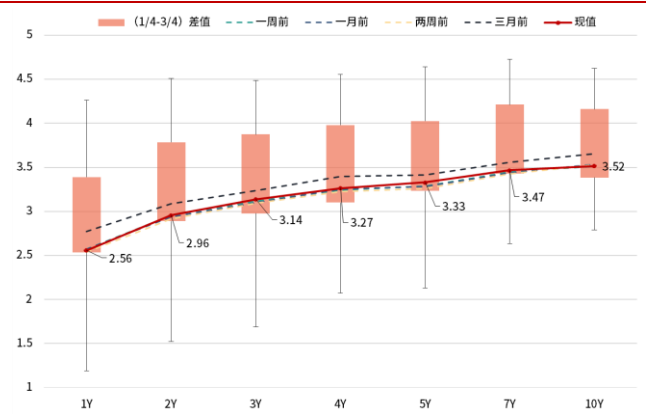
资料来源：Wind，嘉合基金

图 18：国债期限结构



资料来源：Wind，嘉合基金

图 19：国开债期限结构

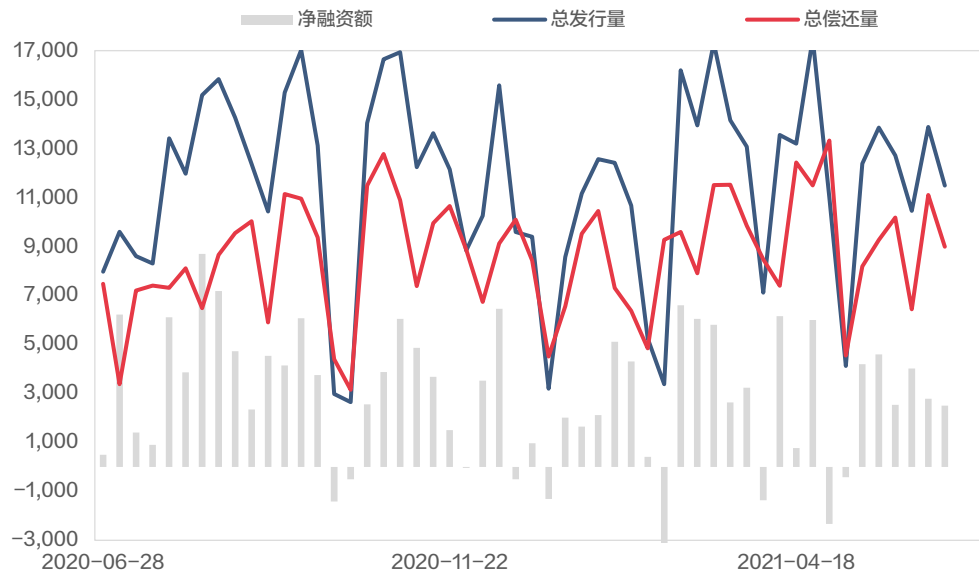


资料来源：Wind，嘉合基金

2、信用债市场

上周(6.14-6.20)一级市场信用债发行量 11,492.89 亿元，总偿还量 8,991.02 亿元，净融资金量 2,501.87 亿元。分评级来看，上周高评级 AAA 发行占比为 57.92%，AA+发行占比为 14.55%。从期限结构来看，1 年内发行金额占比 45.32%，中长期发行占比有所减少。本周共有 15 只债券推迟或取消发行，合计金额为 122.04 亿元，本周取消发行数量和金额较上周均有所增加。

图 20：一周信用发行概览



资料来源: Wind, 嘉合基金

本周中票收益率大多上行。其中, 3 年期 AA+级上行幅度最大(9bp); 城投债 1 年期 AAA 上行幅度最大(5bp)。

图 21: 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 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021/6/11(%) | 2.98 | 3.42 | 3.74 | 3.10 | 3.58 | 3.96 | 3.30 | 4.01 | 4.51 |
| 2021/6/18(%) | 3.03 | 3.50 | 3.78 | 3.14 | 3.67 | 3.97 | 3.35 | 4.03 | 4.51 |
| 变动 (BP) | 5 | 8 | 4 | 4 | 9 | 1 | 5 | 2 | 0 |
| 2010年以来历史位置 | 21.50% | 21.80% | 18.60% | 17.30% | 17.10% | 13.30% | 16.10% | 19.20% | 18.10% |
| 2015年以来历史位置 | 26.10% | 31.60% | 31.50% | 19.90% | 28.60% | 23.50% | 17.50% | 28.80% | 29.40% |

资料来源: Wind, 嘉合基金

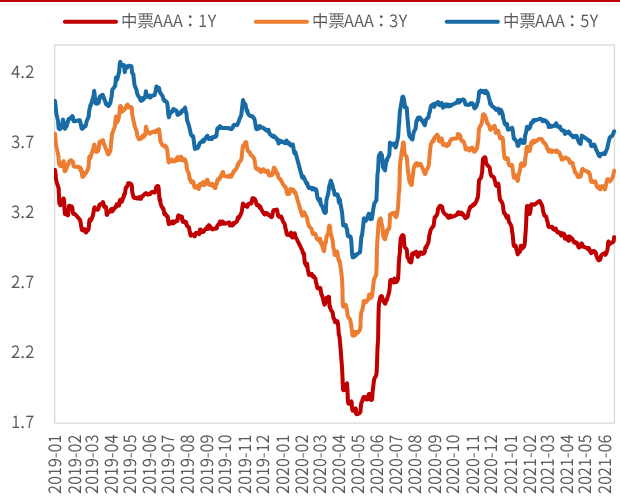
图 22: 一周城投收益率变化

| 指标名称 | AAA1Y | AAA3Y | AAA5Y | AA+1Y | AA+3Y | AA+5Y | AA1Y | AA3Y | AA5Y |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021/6/11(%) | 2.99 | 3.48 | 3.74 | 3.09 | 3.61 | 3.94 | 3.21 | 3.76 | 4.35 |
| 2021/6/18(%) | 3.04 | 3.52 | 3.79 | 3.13 | 3.66 | 3.97 | 3.23 | 3.78 | 4.34 |
| 变动(BP) | 5 | 4 | 4 | 4 | 4 | 2 | 2 | 2 | -1 |
| 2010年以来历史位置 | 19.00% | 16.70% | 15.20% | 13.90% | 17.60% | 15.20% | 10.90% | 14.50% | 18.40% |
| 2015年以来历史位置 | 23.70% | 29.70% | 27.00% | 21.20% | 31.30% | 26.90% | 19.30% | 25.70% | 32.60% |

资料来源: Wind, 嘉合基金

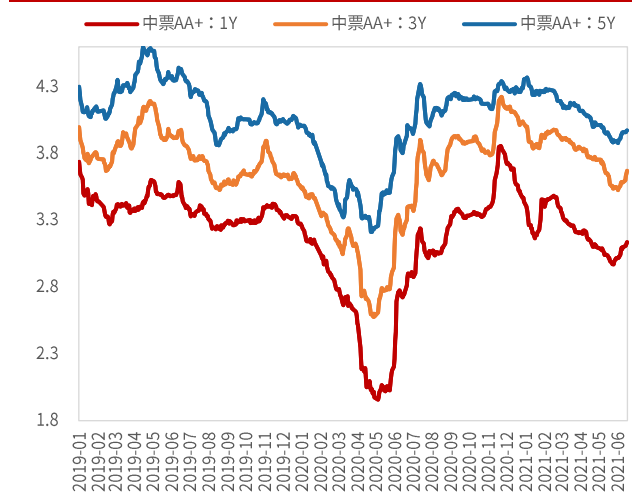
图 23: AAA 中票历史表现

图 24: AA+中票历史表现



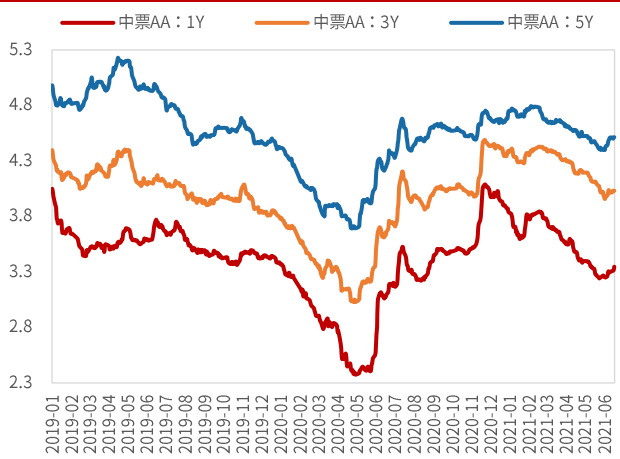
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 25: AA 中票历史表现



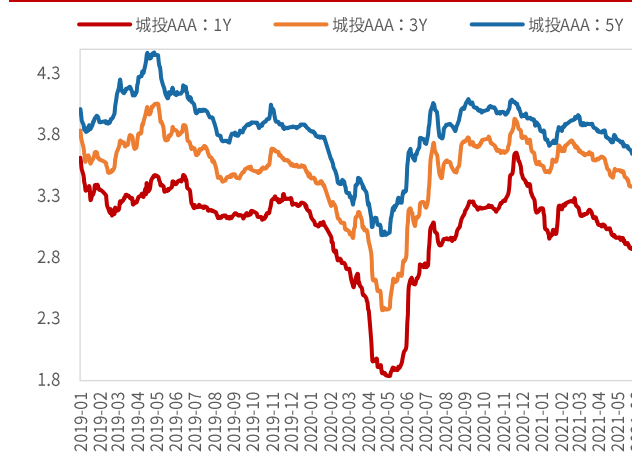
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 26: AAA 城投历史表现



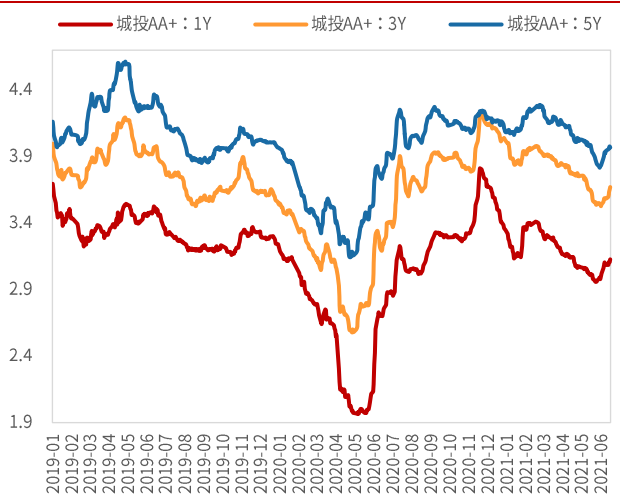
资料来源: Wind, 嘉合基金

图 27: AA+ 城投历史表现

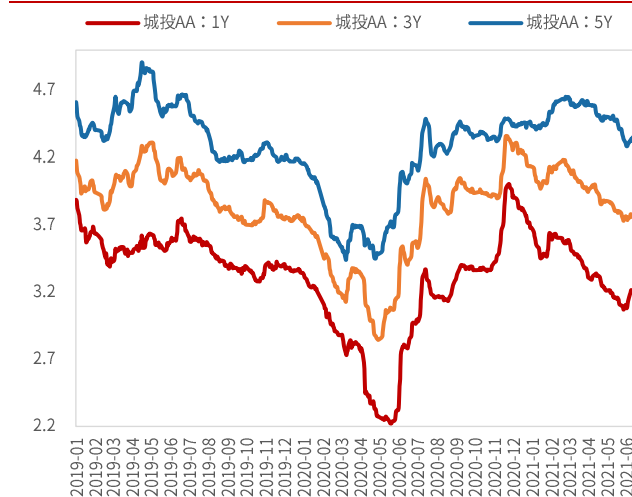


资料来源: Wind, 嘉合基金

图 28: 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 7 年期 AAA 级、5、7 年期 AA 级、5 年期 AA-级信用利差表现收窄外, 其余各等级各期限信用利差均表现走阔, 其中 3 年期 AA+ 等级走阔幅度最大 (9bp); 城投债除 7 年期 AAA 级、5、7 年期 AA 级、5、7 年期 AA-级信用利差收窄外, 其余各等级各期限均表现走阔, 其中 1 年期 AAA 等级走阔幅度最大 (6bp)。

图 29：一周中票信用利差变化

| | AAA1Y | AAA3Y | AAA5Y | AA+1Y | AA+3Y | AA+5Y | AA1Y | AA3Y | AA5Y |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021/6/11(%) | 0.42 | 0.29 | 0.43 | 0.53 | 0.45 | 0.65 | 0.73 | 0.88 | 1.20 |
| 2021/6/18(%) | 0.47 | 0.36 | 0.45 | 0.58 | 0.53 | 0.64 | 0.79 | 0.89 | 1.18 |
| 变动(BP) | 5 | 8 | 2 | 4 | 9 | -1 | 5 | 2 | -2 |
| 2010年以来位置 | 27.10% | 15.70% | 32.50% | 10.10% | 7.00% | 10.40% | 12.30% | 17.30% | 23.30% |
| 2015年以来位置 | 36.00% | 23.20% | 49.20% | 17.00% | 12.50% | 18.40% | 18.30% | 30.70% | 41.30% |

资料来源：Wind，嘉合基金

图 30：一周城投信用利差变化

| | AAA1Y | AAA3Y | AAA5Y | AA+1Y | AA+3Y | AA+5Y | AA1Y | AA3Y | AA5Y |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2021/6/11(%) | 0.43 | 0.34 | 0.43 | 0.52 | 0.48 | 0.63 | 0.64 | 0.62 | 1.04 |
| 2021/6/18(%) | 0.48 | 0.38 | 0.46 | 0.57 | 0.52 | 0.64 | 0.67 | 0.64 | 1.01 |
| 变动(BP) | 6 | 4 | 2 | 5 | 4 | 0 | 3 | 2 | -3 |
| 2010年以来位置 | 15.00% | 8.90% | 14.90% | 12.80% | 10.50% | 14.80% | 9.10% | 6.90% | 22.30% |
| 2015年以来位置 | 26.60% | 15.70% | 26.40% | 22.70% | 18.60% | 26.20% | 16.00% | 12.30% | 39.60% |

资料来源：Wind，嘉合基金

图 31：本周信用风险事件梳理

| 日期 | 类型 | 发行人 | 事件 | 相关个债 |
|-------|------|--------|---|-----------------|
| 6月15日 | 评级下调 | 永鼎股份 | 中诚信国际公告，将永鼎股份的主体信用等级由AA调降至AA-，评级展望为稳定；将“永鼎转债”的信用等级由AA调降至AA-。 | 永鼎转债 |
| 6月15日 | 评级下调 | 昆明城投 | 穆迪公告，企业家族评级(CFR)由“Ba1”下调至“Ba2”，展望由“负面”上调至“稳定”。此外，穆迪将昆明城投的高级无抵押债券评级由“Ba1”下调至“Ba2”。 | 21昆明城投PPN001 |
| 6月15日 | 评级下调 | 广州农商银行 | 穆迪公告，将广州农村商业银行股份有限公司的长期/短期存款评级从Baa2/P-2下调至Baa3/P-3。穆迪还将该行的基础信用评估(BCA)和调整后的BCA从ba1下调至ba2、长期/短期交易对手风险评估从Baa2(cr)/P-2(cr)下调至Baa3(cr)/P-3(cr)、长期/短期交易对手风险评级从Baa2/P-2下调至Baa3/P-3。 | 21广州农村商业银行CD066 |
| 6月16日 | 评级下调 | 渤海租赁 | 联合资信公告，渤海租赁2020年累计未按时偿还本息规模较大且部分本金尚未签订展期协议，“19渤海租赁SCP002”再次展期，公司整体流动性压力很大，缺乏偿付能力；“18渤金01”展期相关议案能否通过存在极大不确定性，若“18渤金01”第二次持有人会议仍未达成有效议案，“18渤金01”将面临很大违约风险。综合评估，联合资信决定下调公司主体长期信用等级和相关债项的信用等级为A+，展望为“负面”。 | 18渤租05 |
| 6月16日 | 评级下调 | 海能达 | 中诚信国际公告，将海能达通信股份有限公司的主体信用等级由AA调降至AA-，评级展望为负面；维持“20海能01”和“21海能01”的债项信用等级为AAA，该债项级别考虑了深圳高新投融资担保提供的全额连带责任保证担保。 | 21海能01 |
| 6月17日 | 评级下调 | 当代文体 | 中证鹏元公告，因疫情影响，当代文体体育业务受到较大不利影响，且部分赛事版权到期后存在流失风险；影视剧业绩大幅下滑，应收账款及存货占用较多资金，存在坏账损失和跌价风险；公司巨额亏损，且短期债务压力很大。公司前期对外并购扩张仍存在较大的商誉减值和投资损失风险，以及公司控制权变更或存在无法顺利完成等风险因素。综上，中证鹏元将公司主体信用等级由AA-下调至A+，展望维持稳定，将公司主体长期信用等级移出信用评级观察名单。 | 20明诚04 |
| 6月17日 | 评级下调 | 锦江国际 | 惠誉公告称，将锦江国际(集团)有限公司(Jinjiang International Holdings Co. Ltd.)的长期外币发行人违约评级(IDR)和高级无抵押评级由“BBB+”下调至“BBB-”，评级展望为“稳定”。 | 21锦江国际MTN001 |
| 6月18日 | 评级下调 | 天府银行 | 中诚信国际维持四川天府银行股份有限公司主体信用等级为AA+，评级展望由稳定调整为负面；维持“20天府银行二级01”和“20天府银行二级02”的信用等级为AA。 | 21四川天府银行CD142 |
| 6月18日 | 评级下调 | 蓝光发展 | 标普公告，将蓝光发展长期发行人信用评级由B-下调至CCC-，评级展望为负面；并将该公司有担保美元债券的发行评级由CCC+下调至CC。此外，公司持有的全资子公司四川蓝光和骏实业有限公司股权被司法冻结，冻结原因为合同纠纷，被冻结股权金额总计17.87亿元。 | 20蓝光MTN003 |

资料来源：Wind，嘉合基金

图 32：行业新闻跟踪

| 相关新闻 | |
|-------|--|
| 6月14日 | 2021年5月，我国动力电池产量共计13.8GWh，该项数据相较4月的12.92GWh环比增长6.7%，同时对比去年同期增长165.8% |
| 6月15日 | 6月上旬与5月下旬相比，25种产品价格上涨，22种下降，3种持平；生猪（外三元）价格下跌11.2%。 |
| 6月16日 | 今明两年将实施11次飞行任务，于2022年完成空间站在轨建造，建成国家太空实验室 |
| 6月16日 | 5月国内市场手机出货量2296.8万部，同比下降32% |
| 6月17日 | 1-5月铁路固定资产投资累计完成2036亿元，同比下降8% |
| 6月17日 | 国办印发《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》提出，逐步扩大药品和高值医用耗材集中带量采购范围 |
| 6月18日 | 中汽协预计，未来五年中国新能源汽车产销增速将保持在40%以上 |
| 6月18日 | 5月，乘用车产销分别完成161.7万辆和164.6万辆，环比分别下降5.7%和3.4% |
| 6月18日 | 上海出口集装箱指数（SCFI）3748.36点，创出历史新高 |

资料来源：Wind，嘉合基金

3、可转债市场

本周转债市场跟随股市大幅下跌，中证转债指数下跌了 1.80%，共成交 1963.8 亿元，日均成交量较前一周有所上涨，转债价格中位数收于 110.9 元，下跌了 1.91%。转债估值大幅下跌，转债隐含波动率平均值下跌了 1.46%，收于 25.88%，位于历史 45.4%分位数。分类别来看，高平价券（转股价值在 110 至 130 元之间）跌幅均值为 2.21%，跌幅大于中平价券（-1.29%）和低平价券（-1.38%）。高评级券（评级为 AA+及以上）的跌幅均值为 1.85%，跌幅大于中评级券（-1.32%）和低评级券（-1.44%）。从转债规模看，本周大规模转债（债券余额大于 50 亿元）的跌幅均值为 1.55%，大于中规模券（-1.53%）和小规模券（-1.41%）。分个券来看，本周精达转债、鼎胜转债和银河转债涨幅居前，周涨幅为 13.5%、9.6%和 9.0%，天康转债、华通转债和思特转债跌幅居前，周跌幅分别为 19.6%、13.9%和 13.6%。

本周各大指数纷纷下跌，上证指数下跌了 1.8%，其中周一至周三连续三天下跌，周五收于 3525.10 点，共成交 16903.87 亿元，沪深 300 和创业板指分别下跌了 2.34%和 1.8%。分行业来看，本周大部分行业下跌，其中休闲服务、钢铁和有色金属板块跌幅居前，周跌幅分别为 6.10%、6.06%和 4.91%，电子、国防军工和通信板块涨幅居前，周涨幅分别为 3.79%、2%和 1.99%。

图 33：一周指数概览

| 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 | 3,525.10 | -1.80% | 16,903.87 | 22,161.08 |
| 沪深 300 | 5,102.47 | -2.34% | 12,675.28 | 15,063.99 |
| 创业板指 | 3,239.23 | -1.80% | 9,012.64 | 10,424.54 |
| 中证转债 | 376.20 | -1.64% | 1,963.80 | 2,218.08 |

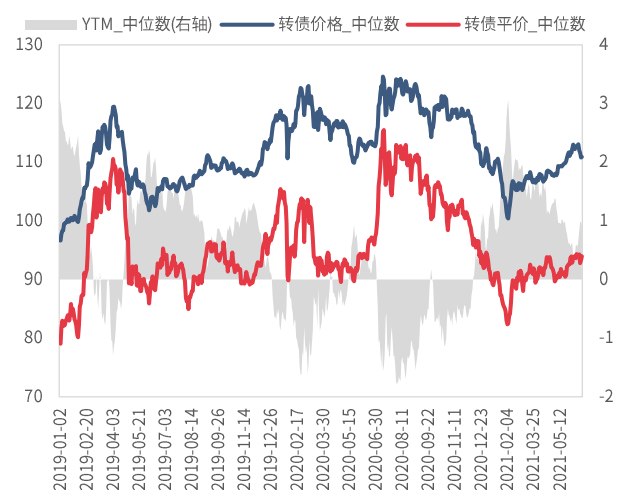
资料来源：Wind，嘉合基金

图 34：转债市场隐含波动率



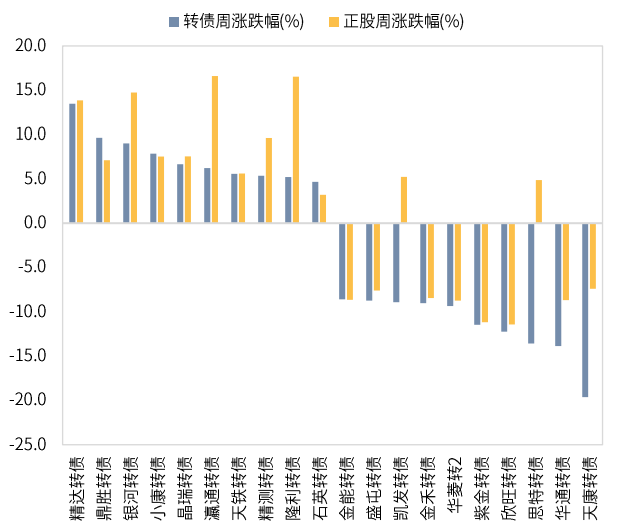
资料来源：Wind，嘉合基金；*剔除价格超过 130 且溢价大于 30%的转债

图 35：转债市场转股溢价率走势



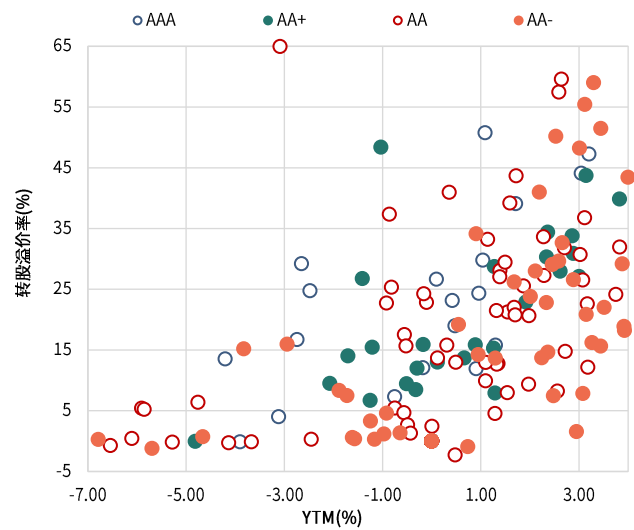
资料来源：Wind，嘉合基金

图 36: 本周转债涨跌幅前 10



资料来源: Wind, 嘉合基金

图 37: 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

本周有濮耐转债和起帆转债上市, 上市第一天收盘价分别为 105.8 元和 104.4 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 8 家公司, 分别为中天精装(6.07 亿)、风语筑(6 亿)、科伦药业(30 亿)、福莱特(40 亿)、中环环保(8.64 亿)、五洲特纸(6.7 亿)、精工钢构(20 亿)、华友钴业(76 亿); 获得股东大会通过的有 9 家公司, 分别为天奈科技(8.3 亿)、华兴原创(8 亿)、恒逸石化(30 亿)、回盛生物(7 亿)、华宏科技(5.15 亿)、丰山集团(5 亿)、科蓝软件(5.38 亿)、兴业银行(500 亿)、奥飞数据(6.35 亿); 获得发审委通过的有 1 家公司, 分别为首华燃气(13.79 亿)。获得证监会核准的有 2 家公司, 分别为晨丰科技(4.15 亿)、金博股份(6 亿)。目前尚无下周转债新券上市通知。

图 38: 可转债发行新进度一览

| 公告日期 | 公司代码 | 公司名称 | 方案进度 | 预案公告日 | 规模(亿元) |
|------------|-----------|------|--------|------------|--------|
| 2021-06-19 | 002989.SZ | 中天精装 | 董事会预案 | 2021-06-19 | 6.07 |
| 2021-06-19 | 603466.SH | 风语筑 | 董事会预案 | 2021-06-19 | 6 |
| 2021-06-18 | 688116.SH | 天奈科技 | 股东大会通过 | 2021-03-31 | 8.3 |
| 2021-06-18 | 688001.SH | 华兴原创 | 股东大会通过 | 2021-05-19 | 8 |
| 2021-06-18 | 002422.SZ | 科伦药业 | 董事会预案 | 2021-06-18 | 30 |
| 2021-06-18 | 300483.SZ | 首华燃气 | 发审委通过 | 2021-03-17 | 13.79 |
| 2021-06-17 | 603685.SH | 晨丰科技 | 证监会核准 | 2020-11-16 | 4.15 |
| 2021-06-17 | 000703.SZ | 恒逸石化 | 股东大会通过 | 2021-06-01 | 30 |
| 2021-06-17 | 300871.SZ | 回盛生物 | 股东大会通过 | 2021-04-27 | 7 |
| 2021-06-17 | 002645.SZ | 华宏科技 | 股东大会通过 | 2021-05-28 | 5.15 |
| 2021-06-17 | 603810.SH | 丰山集团 | 股东大会通过 | 2021-02-02 | 5 |
| 2021-06-17 | 601865.SH | 福莱特 | 董事会预案 | 2021-06-17 | 40 |
| 2021-06-16 | 688598.SH | 金博股份 | 证监会核准 | 2020-11-20 | 6 |
| 2021-06-16 | 300692.SZ | 中环环保 | 董事会预案 | 2021-06-16 | 8.64 |
| 2021-06-16 | 300663.SZ | 科蓝软件 | 股东大会通过 | 2021-05-29 | 5.38 |
| 2021-06-16 | 605007.SH | 五洲特纸 | 董事会预案 | 2021-06-16 | 6.7 |
| 2021-06-15 | 600496.SH | 精工钢构 | 董事会预案 | 2021-06-15 | 20 |

| | | | | | |
|------------|-----------|------|--------|------------|------|
| 2021-06-12 | 601166.SH | 兴业银行 | 股东大会通过 | 2021-05-22 | 500 |
| 2021-06-12 | 300738.SZ | 奥飞数据 | 股东大会通过 | 2021-02-06 | 6.35 |
| 2021-06-12 | 603799.SH | 华友钴业 | 董事会预案 | 2021-06-12 | 76 |

资料来源：深圳证券交易所