

收益率指标 (2024/1/12)

期限	国债 (%)
1Y	2.09
2Y	2.24
3Y	2.29
5Y	2.42
7Y	2.52
10Y	2.52
15Y	2.65

相关研究

《利率突破前低，关注调整风险和机会》
2024.1.7
《先防守，等机会》2024.1.1
《债牛未尽，关注政策利率变动》
2023.12.25

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

分析师:王巧喆

Tel:(021)23185649

Email:wqz12709@haitong.com

证书:S0850521080003

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zzr13186@haitong.com

证书:S0850522120001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

抢跑行情充分演绎，短期债市或迎调整

投资要点:

● 债市展望：抢跑行情充分演绎，短期债市或迎调整

利率债策略：我们认为1月政策利率调整的可能性较大，但1/9十年国债突破2.5%的关键点位至2.49%附近，我们认为已隐含对降准降息的定价。短期来看，1/15当周“靴子”将落地，叠加缴税走款压力，除非政策利率变动幅度超预期，否则市场止盈情绪带动下债市或将有调整压力，可关注调整后的配置机会。

信用策略方面，城投方面除了重点关注化债政策倾斜地区的短久期高票息品种之外，2-3年高等级城投债可做骑乘策略增厚收益。产业债方面，1-2年高等级产业永续债利差水平尚可，可做品种挖掘。2-5年期各等级二永债信用利差均已压缩至近1年5%分位数水平以下，考虑到交易盘的止盈需求或升温，后续利差或有所回调，但年初供给压力可控叠加资产荒逻辑下配置需求不减，预计回调空间也有限。建议关注降息落地后的波段机会和配置机会。

转债策略方面，近期转债市场成交偏弱，目前估值在21年以来偏低位置震荡，市场整体纯债溢价率降至18年以来低位，转债在债市偏强情况下，债底支撑较好，波动相较权益市场更小，下修机会亦增多。行业方面，我们建议关注硬科技电子及医药，以及反转逻辑或政策博弈相关的方向。策略上建议关注双低或绝对价格不高的标的，配置资金可以关注资质较好的高YTM及高分红品种。

● 基本面：23年12月社融不及预期，其中信贷同比少增，社融增速回升主要靠政府债、企业债和非标拉动。24年1月以来中观高频数据显示产需分化：汽车销量开门红，出口综合指数涨幅扩大，沿海八省日耗煤量环比涨幅缩小，百城土地和30城商品房成交面积均下降，钢材周度产量和行业开工率下降。基建生产类高频数据整体环比改善。物价方面，23年12月CPI和PPI同比降幅如期缩小，预计24年1月CPI降幅或扩大、PPI降幅或继续缩小。

● 利率债市场回顾：1) 资金利率：央行净回笼资金1890亿元，资金利率上行，票据利率上行。2) 一级发行：利率债净供给增加，存单量升价平。3) 二级市场：债市利率先下后上，1Y/10Y国债利率分别下行2BP/持平。

● 信用债市场回顾：1) 一级发行：上周主要信用债品种净融资减少。2) 二级市场：交投增加；收益率与信用利差均下行。3) 上周无评级上调行为，评级下调的发行人有2家，新增展期债券2只，无新增违约主体。

● 可转债市场回顾：1) 转债指数持平，成交量下跌8.10%，我们计算的转债全样本指数（包含公募EB）持平。同期主要股指下跌。2) 从板块来看，除必需消费、TMT板块下跌外，所有板块均上涨，金融、医药、环保建筑板块涨幅居前。3) 估值下跌，百元溢价率下跌至22.80%，纯债YTM均值下跌。

● 海外债市回顾：1) 经济与政策：美国23年12月CPI、核心CPI同比高于预期。CME预测美联储到2月、3月累计降息25BP概率分别为4.7%、71.8%。2) 二级市场：10Y美债利率下行9BP至3.96%，全球信用债指数多涨。

● 风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

目录

1. 债市展望：抢跑行情充分演绎，短期债市或迎调整	5
2. 基本面：社融不及预期，供需表现分化，通胀降幅缩小	6
3. 利率债	8
3.1 货币市场：资金利率上行，票据利率上行.....	8
3.2 一级发行：净供给增加，存单量升价平.....	9
3.3 二级市场：债市利率先下后上	10
4. 信用债	12
4.1 一级发行：净融资减少	12
4.2 二级交易：交投增加，收益率与利差双下行	13
4.3 信用评级调整及违约跟踪	14
5. 可转债	15
5.1 转债指数持平	15
5.2 估值下跌，纯债 YTM 均值下跌	16
5.3 条款与一级市场	17
6. 海外债市	20
6.1 主权债和信用债市场	20
6.2 各市场经济、通胀和货币政策	21
附表:转债条款跟踪&新发转债列表.....	23
信息披露	25

图目录

图 1	社融各分项当月新增规模 (亿元)	6
图 2	核心 CPI 环比 (%)	7
图 3	PPI 同比走势 (%)	7
图 4	每周公开市场投放规模 (亿元, 更新至 1 月 12 日)	8
图 5	隔夜回购利率 (%)	8
图 6	七天回购利率 (%)	8
图 7	三个月存单发行利率和 FR007-1Y 互换利率 (%)	9
图 8	国股银票转贴现利率 (%)	9
图 9	国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)	9
图 10	各期限固息国开债认购倍数 (倍)	9
图 11	各期限固息国债认购倍数 (倍)	9
图 12	同业存单发行量和净融资额 (亿元)	10
图 13	1 年期 AAA 存单到期收益率 (%)	10
图 14	利率债收益率 (%)	11
图 15	主要信用债品种成交情况 (亿元)	13
图 16	3 年期中票收益率走势 (%)	13
图 17	3 年期中票信用利差 (BP)	13
图 18	中票等级利差走势 (BP)	14
图 19	中票期限利差走势 (BP)	14
图 20	各主要指数上周涨跌幅 (%)	15
图 21	转债市场成交额 (亿元, 日度)	15
图 22	个券周涨跌幅前 20 位 (%)	16
图 23	个券周涨跌幅后 20 位 (%)	16
图 24	转债和申万一级行业周涨跌幅 (%)	16
图 25	转股溢价率和纯债溢价率 (%)	17
图 26	主要价格区间个券的转股溢价率 (%)	17

表目录

表 1	信用债品种利率水平与利差所处分位数（%，截至 1 月 12 日）	5
表 2	中观高频经济数据表现（截至 2024/1/12，汽车销量数据为 24/1/1-24/1/7）	6
表 3	基建高频数据表现（截至 24/1/12）	7
表 4	至 1 月 12 日当周财政金融政策梳理	7
表 5	利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至 1 月 12 日）	10
表 6	国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率（1/12 较 1/5）	11
表 7	近期公告发行债券的期限分布（2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日）（只）	12
表 8	近期公告发行债券的评级分布（2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日）（只）	12
表 9	近期公告发行债券的行业分布（2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日）（只）	12
表 10	中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差（1/12 较 1/5）	14
表 11	评级下调行动（2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日）	14
表 12	新增债券违约情况（2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日）	15
表 13	转债分类指数的涨跌幅情况	16
表 14	转债市场价格和估值情况（按转债规模加权平均）	17
表 15	存续流通已公告赎回转债情况	17
表 16	存续公告不赎回转债情况（亿元）	18
表 17	22 年以来存续公告不下修转债情况（亿元）	19
表 19	批文+过会转债（截至 1 月 12 日）	20
表 20	各市场主权债和信用债变动情况	20
表 21	各市场经济数据（美国和欧洲）	21
表 22	各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）	22
表 23	转债和 EB 特殊条款概览（2024 年 1 月 12 日）	23
表 24	待发转债列表（截至 2024 年 1 月 12 日）	24

1. 债市展望：抢跑行情充分演绎，短期债市或迎调整

利率债策略：抢跑行情充分演绎，短期债市或迎调整。我们认为1月政策利率调整的可能性大，主要是23年12月银行存款利率下调、社融读数不及预期、通胀读数降幅缩小，24年1月以来产需延续分化走势，以及近期央行有关负责人表态¹“中国人民银行将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑”，但1/9十年国债突破2.5%的关键点位至2.49%附近，我们认为已隐含对降准降息的定价。1/15当周“靴子”将落地，叠加缴税走款压力，我们认为除非政策利率变动幅度超预期，否则市场止盈情绪带动下债市或将有调整压力，建议关注调整后的配置机会。

信用策略方面，城投方面除了重点关注化债政策倾斜地区的短久期高票息品种之外，2-3年高等级城投债可做骑乘策略增厚收益。产业债方面，1-2年高等级产业永续债利差水平尚可，可做品种挖掘。2-5年期各等级二永债信用利差均已压缩至近1年5%分位数水平以下，考虑到交易盘的止盈需求或升温，后续利差或有所回调，但年初供给压力可控叠加资产荒逻辑下配置需求不减，预计回调空间也有限。建议关注降息落地后的波段机会和配置机会。

转债策略方面，近期转债市场成交偏弱，目前估值在21年以来偏低位置震荡，市场整体纯债溢价率降至18年以来低位，转债在债市偏强的情况下，债底支撑较好，波动相较权益市场更小，下修机会亦增多。行业方面，我们建议关注硬科技电子及医药，以及反转逻辑或政策博弈相关的方向。策略上建议关注双低或绝对价格不高的标的，配置资金可以关注资质较好的高YTM及高分红品种。标的建议关注：彤程、精锻、淮22、恒邦、柳工转2、牧原、华懋、金宏、新23、苏租转债。

表1 信用债品种利率水平与利差所处分位数(%)，截至1月12日)

1月12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	2.60	2.64	2.74	2.70	2.71	2.80	2.52	2.62	2.70	2.56	2.64	2.72
	2年期	2.73	2.77	2.86	2.81	2.82	2.91	2.65	2.75	2.83	2.68	2.76	2.87
	3年期	2.86	2.89	3.00	2.91	2.94	3.06	2.71	2.82	2.99	2.75	2.84	2.95
	4年期	2.95	2.99	3.12	3.01	3.03	3.20	2.80	2.95	3.32	2.81	2.92	3.09
	5年期	2.98	3.00	3.16	3.04	3.06	3.35	2.88	3.07	3.44	2.88	3.03	3.19
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	27	31	22	32	25	9	28	22	23	33	29	21
	2年期	24	28	18	21	18	7	24	16	3	29	19	17
	3年期	25	24	16	17	15	3	15	2	2	25	9	6
	4年期	13	11	6	8	6	1	5	1	0	7	0	0
	5年期	5	3	0	2	1	0	6	1	0	1	0	0
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	32	35	28	36	26	10	41	38	44	44	38	23
	2年期	5	4	1	2	2	2	7	4	0	9	2	4
	3年期	3	2	1	2	1	1	1	0	0	5	0	0
	4年期	1	1	2	2	0	0	3	0	0	0	0	0
	5年期	1	1	1	2	1	0	0	0	0	0	0	0
	企业债			可续期产业债			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	2.57	2.67	2.74	2.67	2.73	2.83	2.67	2.73	2.83	2.48	2.57	2.66
	2年期	2.66	2.76	2.85	2.79	2.86	2.98	2.84	2.90	3.03	2.54	2.63	2.72
	3年期	2.71	2.84	3.00	2.86	2.94	3.15	2.92	3.06	3.24	2.64	2.74	2.83
	4年期	2.81	2.96	3.31	2.97	3.10	3.71	3.08	3.32	3.76	2.68	2.78	2.89
	5年期	2.88	3.08	3.45	3.08	3.31	3.84	3.16	3.50	3.89	2.72	2.82	2.96
与国开债利差所处分位数(3年)	1年期	56	43	26	27	11	0	23	9	4	34	44	35
	2年期	37	18	6	25	3	0	19	1	0	16	14	1
	3年期	24	9	3	12	0	0	12	0	0	59	54	24
	4年期	20	1	0	3	0	0	12	3	0	43	33	18
	5年期	9	3	0	8	0	0	7	20	0	14	10	8
与国开债利差所处分位数(1年)	1年期	64	59	53	26	11	0	27	13	13	56	78	80
	2年期	7	2	1	0	0	0	6	0	0	1	3	3
	3年期	1	0	0	0	0	0	1	0	0	35	44	43
	4年期	4	0	0	0	0	0	3	0	0	61	61	49
	5年期	0	0	0	0	0	0	0	0	0	25	22	22

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。

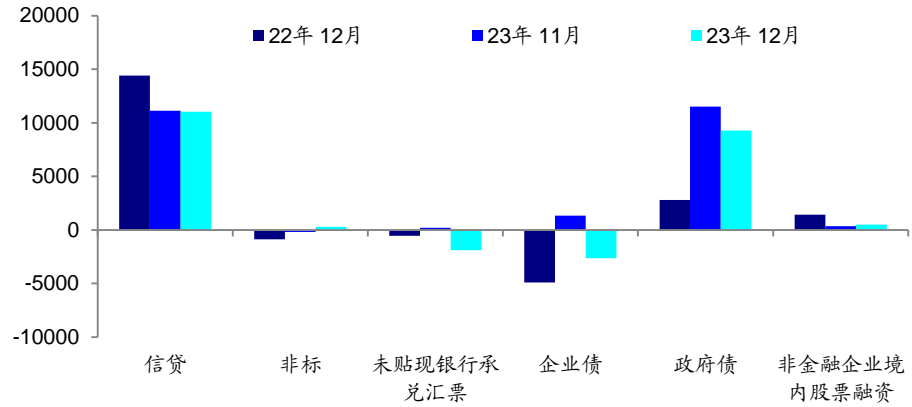
资料来源：Wind，海通证券研究所

¹ <http://www.xinhuanet.com/20240108/1c3752a67d48441bbcb638c11988db18/c.html>

2. 基本面：社融不及预期，产需表现分化，通胀降幅缩小

23年12月社融增速小幅走阔。23年12月当月新增社融1.94万亿元、低于wind预期均值，新增信贷1.1万亿元、同比少增3351亿元，居民中长贷和企业中长贷均同比少增，社融增速的回升主要靠政府债拉动、其次是企业债和非标。

图1 社融各分项当月新增规模(亿元)



资料来源：Wind，海通证券研究所

1月以来中观高频数据显示产需表现分化。百城土地成交面积和30城商品房成交面积均下降，汽车批发零售销量开门红，出口SCFI和CCFI综合指数涨幅扩大；钢材周度产量持续下降，沿海八省日耗煤量环比涨幅缩小、同比涨幅扩大，行业开工率下降。

表2 中观高频经济数据表现(截至2024/1/12, 汽车销量数据为24/1/1-24/1/7)

类别	指标	频次	最新数据日期	最新数据值	环比(%)	同比(%)	23年12月均值	24年1月月均值	1月环比(%)	1月同比(%)	近12周走势图	同期分位数
地产	30大中城市:商品房成交面积(万平方米)	日	1/12	179.26	-13.55	-43.73	41.61	26.32	-36.74	-6.26		24%
	100大中城市:成交土地面积(万平方米)	周	1/7	859.98	-75.94	-14.70	4067.17	859.98	-78.86	-53.10		12%
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	周	1/7	3.77	1.56	0.20	2.81	3.77	0.96	0.84		17%
汽车	当周销量:乘用车:厂家零售(万辆)	周	1/7	37.80	14.00	21.00	7.62	5.40	14.00	21.00		/
	当周销量:乘用车:厂家批发(万辆)	周	1/7	32.90	3.00	14.00	9.02	4.70	3.00	14.00		/
出口	CCFI:综合指数	周	1/12	1140.31	21.72	-9.20	874.88	1038.57	18.71	-13.88		66%
	SCFI:综合指数	周	1/12	2206.03	16.31	107.89	1230.22	2051.34	66.75	97.10		72%
工业	唐山:Custeel:高炉开工率(%)	周	1/12	90.87	-1.90	3.30	90.10	91.82	1.72	4.25		85%
	开工率:汽车轮胎:半钢胎(%)	周	1/11	71.85	2.15	68.50	72.18	71.10	-1.08	31.77		96%
	PTA产业链负荷率:PTA工厂(%)	日	1/12	82.46	0.00	14.16	83.49	82.46	-1.03	14.30		74%
	PTA产业链负荷率:聚酯工厂(%)	日	1/12	84.33	-0.24	18.47	86.75	84.55	-2.21	18.54		84%
	PTA产业链负荷率:江浙织机(%)	日	1/12	69.20	-1.39	60.28	74.49	70.73	-3.76	55.08		93%
	耗煤量(万吨)	日	1/11	229.10	3.20	32.81	219.09	222.45	1.53	37.34		95%
	钢材产量(万吨)	周	1/11	242.41	-0.73	1.89	257.83	243.30	-5.64	3.25		95%

资料来源：Wind，海通证券研究所；粉色数据代表该数据正增长，绿色数据反之；汽车最新数据值为24/1/1-24/1/7日累计销量，环比为较23年12月同期增长；日度数据变频为周度；同期分位数指最新数据在15年以来同月数据中比较，其中，1月和2月合并统计。

上周基建生产类高频数据整体环比改善。螺纹钢产量、石油沥青开工率、全钢胎开工率均环比改善。

表3 基建高频数据表现 (截至 24/1/12)

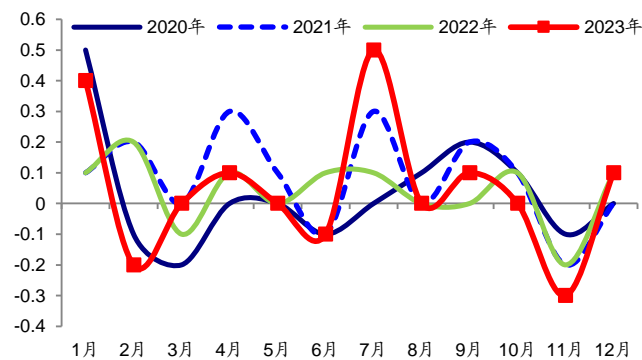
类别	指标	频次	最新数据日期	最新数据值	环比 (%)	同比 (%)	23年12月 月均值	24年1月 月均值	1月环比 (%)	1月同比 (%)	近12周走 势图	同期分位 数
水泥	水泥发运率 (%)	周	01/05	32.29	-1.26	4.26	35.97	32.29	-3.68	8.00		63%
	水泥价格指数 (点)	日	01/12	112.15	-0.80	-18.40	113.31	112.78	-0.47	-18.65		30%
	水泥库容比 (%)	周	01/05	65.05	-0.41	-7.16	67.47	65.05	-2.42	-6.92		79%
	磨机运转率 (%)	周	01/04	30.00	-0.32	6.93	32.19	30.00	-2.19	9.42		52%
螺纹钢	螺纹钢期货收盘价 (元/吨)	日	01/12	3926.00	-1.18	-9.64	3933.71	3967.33	0.85	-4.47		54%
	螺纹钢主要钢厂产量 (万吨)	周	01/11	242.41	68.12	-2.16	257.83	193.30	-25.03	-18.96		25%
石油沥青	石油沥青装置开工率 (%)	周	01/10	31.00	1.60	4.40	32.58	30.20	-2.38	3.35		25%
	沥青期货库存 (万吨)	周	01/12	6.51	8.33	-29.34	1.50	5.43	262.97	-2.62		32%
	沥青期货收盘价 (元/吨)	日	01/12	3666	0.14	-1.61	3616.76	3640.22	0.65	-2.62		88%
铜	LME 铜现货结算价 (美元/吨)	日	01/12	8289	-0.69	-8.98	8394.11	8337.22	-0.68	-7.36		74%
	LME 铜总库存 (万吨)	日	01/12	15.58	-4.50	85.84	17.42	16.15	-7.33	97.20		49%
全钢胎	全钢胎开工率 (%)	日	01/11	59.60	10.56	22.64	56.69	54.32	-2.37	64.86		53%

资料来源: Wind, 海通证券研究所; 粉色数据代表该数据指向基建改善、绿色代表指向基建走弱; 日度数据变频为周度; 同期分位数指最新数据在 15 年以来同月数据中比较, 其中, 1 月和 2 月合并统计。

23 年 12 月 CPI 和 PPI 同比降幅如期缩小 (详见我们的报告《20240107: 利率突破前低, 关注调整风险和机会》)。CPI 同比为-0.3%、前值-0.5%, 主要是受寒潮天气和节前消费需求增强的影响, CPI 环比转正、核心 CPI 环比季节性回升。PPI 方面, 受国际油价继续下行、国内油价&沥青&玻璃价格下降等因素影响, PPI 环比持平在-0.3%, 在低基数影响下, PPI 同比降幅缩小至-2.7%。

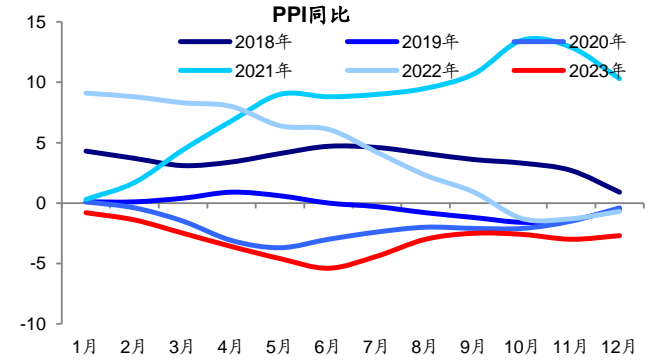
1 月 CPI 降幅或扩大、PPI 降幅或继续缩小。24 年 1 月以来猪肉价格继续下降, 鲜菜和水果价格延续季节性上涨走势, 考虑到 23 年同期基数抬升, 我们预计 1 月 CPI 同比降幅或小幅走阔。1 月以来国际原油价格继续下跌, 国内水泥价格下降, 但国内油价环比增速转正, 且煤价、钢铁和油等价格继续上涨, 预计 1 月 PPI 同比降幅或继续缩小。

图2 核心 CPI 环比 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图3 PPI 同比走势 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

政策方面: 将强化逆周期和跨周期调节, 从总量、结构、价格三方面发力, 为经济高质量发展营造良好的货币金融环境。

表4 至 1 月 12 日当周财政金融政策梳理

日期	文件/会议/讲话等	相关内容
1/8	中国人民银行有关负责人谈落实	中国人民银行将强化逆周期和跨周期调节, 从总量、结构、价格三方面发力, 为经济高质量发展营造良好的货币金融环境。

中央经济工作会议精神²

在总量方面，中国人民银行将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑。同时，防止资金淤积，引导金融机构加强流动性风险管理，维护货币市场平稳运行。要合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系。一方面加强与财政政策的协调配合，保障政府债券顺利发行，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展；另一方面支持金融机构围绕九大重点任务积极挖掘信贷需求和项目储备，多措并举促进贷款合理增长。在结构方面，中国人民银行将发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能... 在价格方面...中国人民银行将继续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降...

资料来源：新华网，新华社，海通证券研究所整理

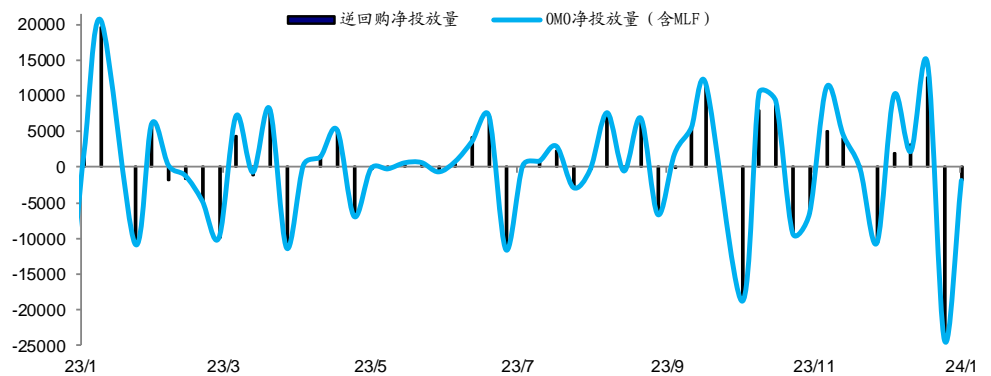
3. 利率债

3.1 货币市场：资金利率上行，票据利率上行

上周央行净回笼资金 1890 亿元。逆回购投放 2270 亿元，逆回购到期 4160 亿元。

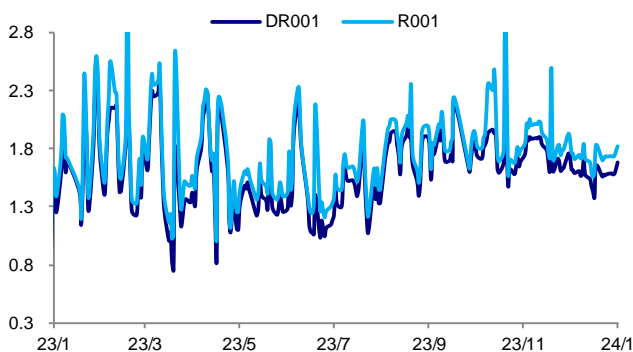
资金利率上行，票据利率上行。与前一周相比，上周 R001 均值上行 4BP 至 1.76%，R007 均值上行 2BP 至 2.17%；DR001 均值上行 4BP 至 1.61%，DR007 均值上行 4BP 至 1.81%。3M 存单发行利率震荡上行，FR007-1Y 互换利率震荡下行；至 1 月 12 日，半年/3M 国股银票转贴现价格分别为 2.15%、2.28%，较 1 月 5 日分别上行 3bp/上行 3bp。

图4 每周公开市场投放规模（亿元，更新至1月12日）



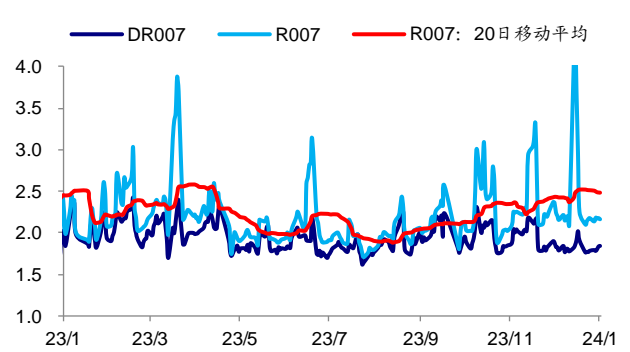
资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 隔夜回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

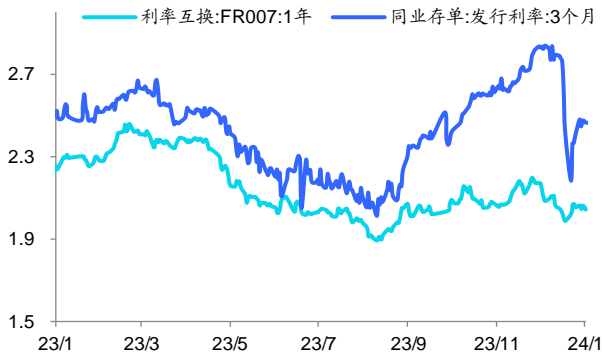
图6 七天回购利率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

² <http://www.xinhuanet.com/20240108/1c3752a67d48441bbcb638c11988db18/c.html>

图7 三个月存单发行利率和FR007-1Y 互换利率 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图8 国股银票转贴现利率 (%)

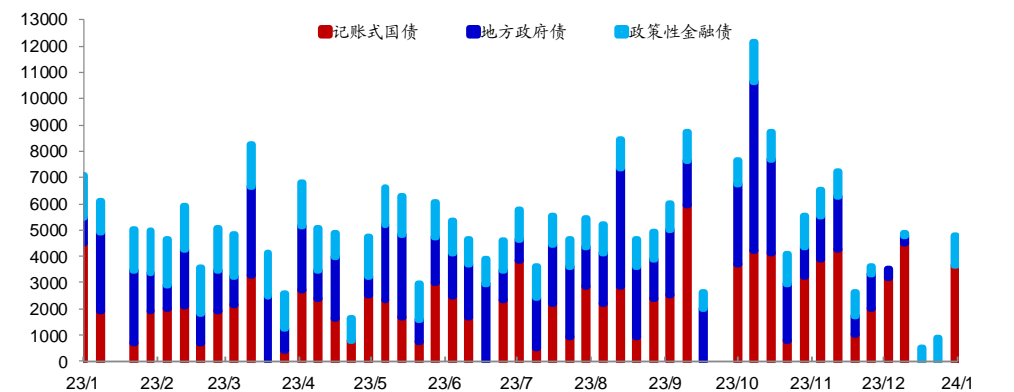


资料来源: WIND, 海通证券研究所

3.2 一级发行: 净供给增加, 存单量升价平

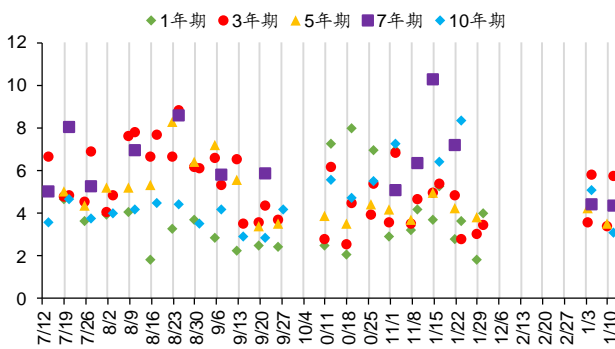
上周, 利率债净融资额 1480 亿元, 环比增加 1831 亿元。上周利率债总发行量 4790 亿元, 较前一周环比增加 3890 亿元。截至 1 月 12 日, 未来一周国债、地方政府债分别计划发行 2040 亿元、258 亿元。

图9 国债、政金债、地方债发行规模对比 (亿元)



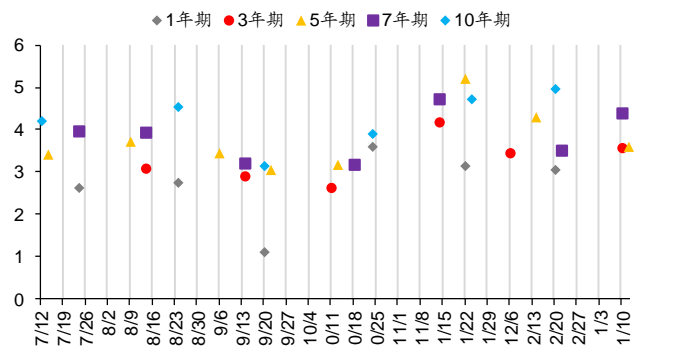
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 各期限固息国开债认购倍数 (倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图11 各期限固息国债认购倍数 (倍)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

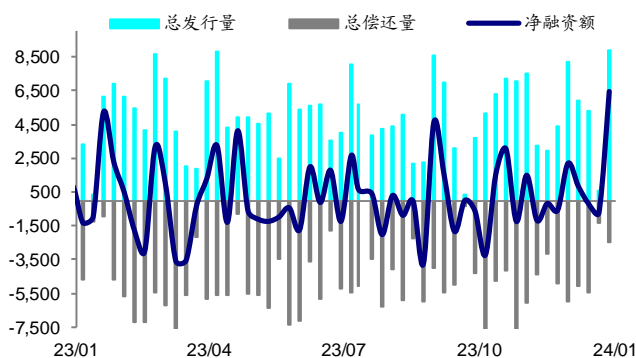
国债、国开债需求一般, 农发债、进出口债需求分化。

表5 利率债已发行与未来一周计划发行情况（截至1月12日）

发行起始日	债券简称	计划发行 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	中标利率 (%)	招标 标的	发行前一日 二级市场利 率(%)	发行当日二 级市场利率 (%)	认购倍数 (倍)	认购倍数描 述
国债+政金债：上周已发行		4790	4790							
2024/1/8	23 农发 13(增 12)	60	60	3	2.36	价格	2.40	2.41	4.18	一般
2024/1/8	23 农发 15(增 11)	70	70	5	2.51	价格	2.56	2.57	4.48	尚可
2024/1/9	24 国开 02(增发)	100	100	3	2.30	价格	2.40	2.39	3.40	一般
2024/1/9	23 国开 08(增 28)	120	120	5	2.39	价格	2.50	2.49	3.50	一般
2024/1/9	23 农发清发 22(增发 2)	80	80	2	2.30	价格	2.39	2.38	3.79	一般
2024/1/9	23 农发清发 07(增发 14)	30	30	7	2.62	价格	2.68	2.65	7.59	较好
2024/1/10	23 农发 09(增 5)	20	20	3	2.48	价格	2.40	2.42	4.30	一般
2024/1/10	24 贴现国债 01	200	200	28D	1.27	价格	1.74	1.77	3.56	一般
2024/1/10	23 附息国债 28(续发)	910	910	7	2.47	价格	2.49	2.50	4.40	尚可
2024/1/10	23 农发 31(增 2)	100	100	1	2.06	价格	2.25	2.25	3.17	一般
2024/1/10	23 附息国债 25(续 2)	990	990	3	2.25	价格	2.28	2.29	3.58	一般
2024/1/10	23 农发 20(增 9)	110	110	10	2.72	价格	2.74	2.75	4.05	尚可
2024/1/11	23 进出 15(增 14)	30	30	5	2.50	价格	2.56	2.56	5.77	较好
2024/1/11	24 国开 05(增发)	170	170	10	2.58	价格	2.67	2.64	3.10	一般
2024/1/11	24 国开清发 01(增发 1)	30	30	7	2.64	价格	2.68	2.68	4.32	一般
2024/1/11	23 进出 13(增 5)	30	30	3	2.36	价格	2.42	2.42	5.41	尚可
2024/1/11	24 国开 14	20	20	3	2.35	利差	2.41	2.41	5.71	尚可
2024/1/11	23 进出 11(增 19)	70	70	10	2.73	价格	2.75	2.75	5.53	较好
2024/1/12	24 贴现国债 02	300	300	91D	1.61	价格	1.83	1.83	3.27	一般
2024/1/12	24 附息国债 01	990	990	5	2.37	利率	2.40	2.42	3.62	一般
2024/1/12	23 附息国债 23(续 3)	280	280	30	2.78	价格	2.77	2.79	3.94	一般
2024/1/12	23 进出 06(增 13)	80	80	1	2.01	价格	2.23	2.23	3.42	一般
国债、政金债未来一周计划发行：		2040、130								
2024/1/15	23 农发 15(增 12)	70		5		价格				
2024/1/15	23 农发 13(增 13)	60		3		价格				
2024/1/17	23 附息国债 26(续 2)	1050		10		价格				
2024/1/17	23 附息国债 27(续发)	990		2		价格				
地方债 未来一周计划发行		258								

资料来源：Wind，海通证券研究所，红色标记是一级市场招投标需求较好的债券

存单量升价平。上周，同业存单发行 8889 亿元，较前一周环比增加 8314 亿元；到期 2435 亿元；净融资额 6454 亿元，较前一周环比增加 7185 亿元；1 月 12 日 1 年期 AAA 存单到期收益率较 1 月 5 日持平在 2.44%。

图12 同业存单发行量和净融资额（亿元）


资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 1年期 AAA 存单到期收益率（%）


资料来源：WIND，海通证券研究所

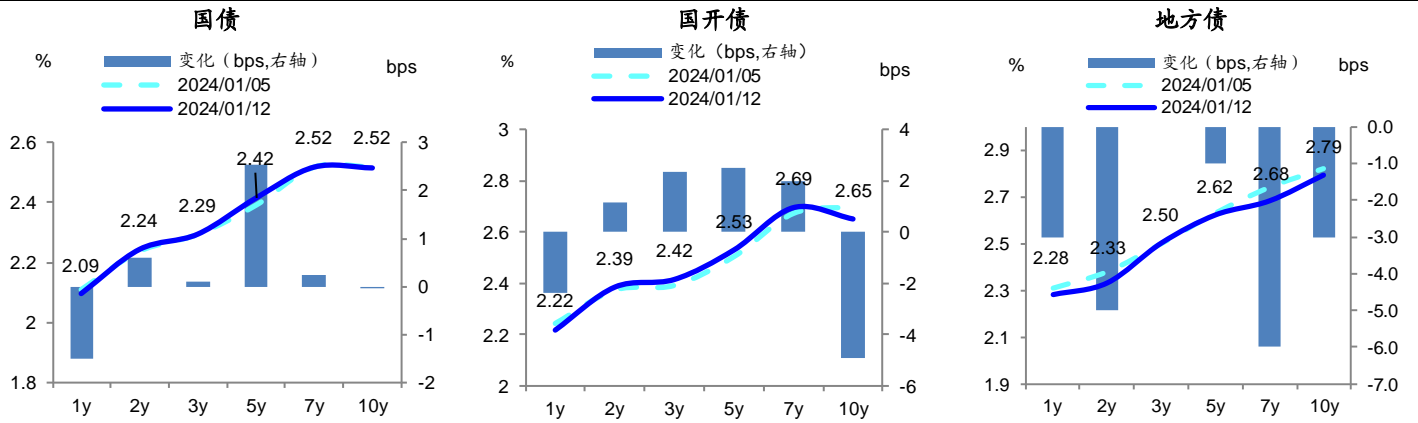
3.3 二级市场：债市利率先下后上

上周债市利率先下后上。上周一晚间中国人民银行货币政策司长邹澜表示³“中国人民银行将综合运用公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现、准备金等基础货币

³ <http://www.news.cn/fortune/20240108/7b7a869eaac3438b9e4b9644274eff9d/c.html>

投放工具，为社会融资规模和货币信贷合理增长提供有力支撑”，市场对于宽货币预期继续升温，10Y国债利率于上周二继续下行至2.49%的低位。随后市场止盈情绪升温，上周五通胀数据显示12月CPI、PPI同比降幅缩小，10Y国债利率小幅回升。

具体来看，与1月5日相比，至1月12日1年期国债收益率下行2BP至2.09%，10年期国债收益率持平在2.52%；1年期国开债收益率下行2BP至2.22%，10年期国开债收益率下行5BP至2.65%。

图14 利率债收益率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

除1Y外，国债利率所处分位数整体持平或上行；国债各关键期限利差所处分位数变化不大，仍处于历史较低水平。除3Y和7Y外各关键期限隐含税率整体下行。10Y国开债隐含税率由6.73%下行至5.01%，位于26%分位数水平。

表6 国开国债利率水平、期限利差及国开债隐含税率 (1/12 较 1/5)

		利率水平 (%)						
		3m	1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	中位数	1.90	2.17	2.46	2.61	2.82	2.82	3.28
	最新水平	1.83	2.09	2.29	2.42	2.52	2.52	2.79
	最新分位数	38	37	19	7	1	1	0
	经调整后分位数	79	79	63	57	41	37	0
国开债	中位数	1.97	2.33	2.62	2.80	3.02	3.02	3.42
	最新水平	2.12	2.22	2.42	2.53	2.69	2.65	2.89
	最新分位数	67	36	17	9	3	0	0
	经调整后分位数	91	76	55	43	26	12	0
		期限利差						
		3年-1年	5年-3年	10年-5年	10年-1年	30年-10年		
国债	中位数 (bp)	32	17	18	67	48		
	最新水平 (bp)	20	12	10	42	28		
	最新分位数 (%)	9	11	2	5	3		
	前一期分位数 (%)	6	5	9	5	5		
国开债	中位数 (bp)	39	18	22	78	40		
	最新水平 (bp)	20	11	12	43	24		
	最新分位数 (%)	10	11	5	8	2		
	前一期分位数 (%)	8	10	37	9	0		
国开债隐 含税率 (%)		1y	3y	5y	7y	10y	30y	
	中位数	5.50	6.67	6.35	7.10	6.62	4.26	
	最新水平	5.63	5.02	4.51	6.46	5.01	3.22	
	最新分位数	51	23	24	43	26	22	

注: 数据为滚动三年分位数; “经调整分位数”指市场利率减去OMO利率后计算的分位数
 资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 信用债

4.1 一级发行：净融资减少

根据 Wind 统计，上周（1月8日-1月12日）短融发行 1400.8 亿元，到期 937 亿元，中票发行 838.9 亿元，到期 15.9 亿元；企业债发行 28.8 亿元，到期 557.2 亿元；公司债发行 673.7 亿元，到期 659.6 亿元。上周主要信用债品种共发行 2942.2 亿元，到期 2169.7 亿元，净融资 772.5 亿元，较前一个交易周（1月2日-1月5日）的净融资 971.9 亿元有所减少。

从主要发行品种来看，上周共发行短融超短融 116 只，中期票据 98 只，公司债发行 86 只，企业债发行 4 只，发行数量较前一周的 190 只有所增加。从发行人资质来看，AAA 等级发行人占比最大为 43.42%。从行业来看，综合类发行人占比最大为 28.29%，其次为建筑业发行人，占比为 26.97%。

表7 近期公告发行债券的期限分布（2024年1月8日-1月12日）（只）

期限（年）	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
0.5	61	0	0	0	61
1	55	7	0	0	62
2	0	4	17	0	21
3	0	40	52	1	93
5	0	33	21	1	55
6	0	0	0	0	0
7	0	1	3	1	5
10	0	1	3	1	5
30	0	0	2	0	2
总计	116	86	98	4	304

注：数据截至 2024 年 1 月 12 日，且不考虑提前偿还
资料来源：WIND，海通证券研究所

表8 近期公告发行债券的评级分布（2024年1月8日-1月12日）（只）

评级	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
AAA	71	23	36	2	132
AA+	32	38	52	2	124
AA	13	25	10	0	48
总计	116	86	98	4	304

注：数据截至 2024 年 1 月 12 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

表9 近期公告发行债券的行业分布（2024年1月8日-1月12日）（只）

行业	短期融资券	公司债	中期票据	企业债	总计
租赁和商务服务业	8	12	4	1	25
综合	31	18	36	1	86
制造业	19	2	5	0	26
信息传输、软件和信息技术服务业	0	0	1	0	1
文化、体育和娱乐业	1	0	1	0	2
卫生和社会工作	0	1	0	0	1
水利、环境和公共设施管理业	1	3	1	0	5
批发和零售业	7	1	5	0	13
居民服务、修理和其他服务业	0	0	1	0	1
金融业	5	2	3	0	10

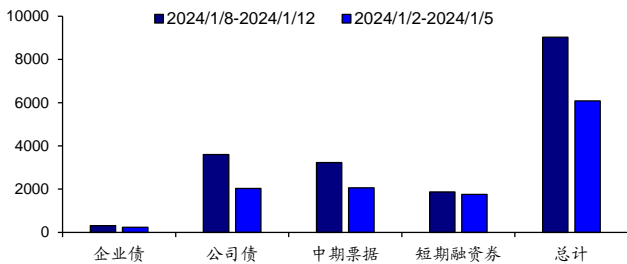
交通运输、仓储和邮政业	10	4	4	2	20
建筑业	22	35	25	0	82
房地产业	4	3	5	0	12
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7	2	2	0	11
采矿业	1	1	5	0	7
未有分类	0	2	0	0	2
总计	116	86	98	4	304

注：数据截至 2024 年 1 月 12 日
资料来源：WIND，海通证券研究所

4.2 二级交易：交投增加，收益率与利差双下行

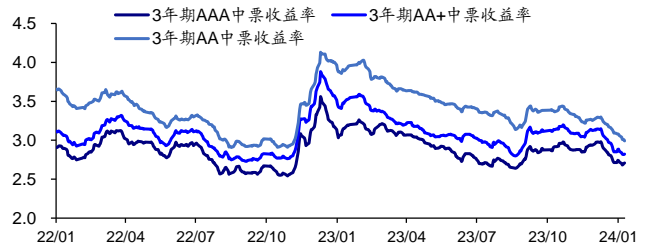
上周（1 月 8 日-1 月 12 日）主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交 9026.33 亿元，较前一交易周（1 月 2 日至 1 月 5 日）6085.69 亿元的成交增加了 2940.64 亿元。中票收益率下行，具体来看，与 1 月 5 日相比，1 月 12 日 3 年期 AAA 中票收益率下行 1.31BP 至 2.71%，3 年期 AA+ 中票收益率下行 3.81BP 至 2.82%，3 年期 AA 中票收益率下行 6.81BP 至 2.99%。

图15 主要信用债品种成交情况（亿元）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2024 年 1 月 12 日

图16 3年期中票收益率走势（%）



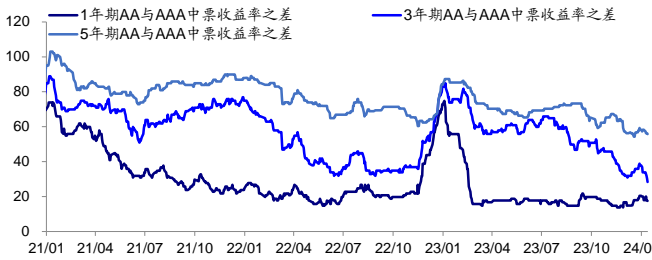
资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2024 年 1 月 12 日

中短期票据与国开债利差多数下行，3 年期和 5 年期 AA+ 级中票利差历史分位数分别从 20.3% 和 21.4% 下降至 2.2% 和 0.6%，接近三年历史最低水平；期限利差多数下行，AAA 与 AA+ 中票的 5 年期与 3 年期利差历史分位数均下降 10 个百分点，各等级 3 年与 1 年、5 年与 1 年利差均接近 3 年来历史最低水平；等级利差多数下行，5 年期 AA+ 与 AAA 利差历史分位数自 34.8% 下降至 8.3%。

图17 3年期中票信用利差（BP）



资料来源：WIND，海通证券研究所，数据截至 2024 年 1 月 12 日

图18 中票等级利差走势 (BP)


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

图19 中票期限利差走势 (BP)


资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

表10 中短期票据与国开债利差、期限利差及等级利差 (1/12 较 1/5)

	中短期票据与同期限国开债利差								
	AAA级中票与国开债利差			AA+级中票与国开债利差			AA级中票与国开债利差		
	1y	3y	5y	1y	3y	5y	1y	3y	5y
中位数 (BP)	35.18	35.53	46.05	46.31	53.76	72.67	57.73	95.61	120.71
最新水平 (BP)	30.52	29.28	35.21	40.56	40.60	54.02	48.06	57.60	91.02
较上期变动 (BP)	0.82	-3.66	-6.31	0.43	-6.16	-9.82	0.43	-9.16	-8.82
最新分位数 (%)	27.90	14.70	5.80	22.20	2.20	0.60	23.20	1.90	0.00
上期分位数 (%)	24.20	32.40	27.20	20.70	20.30	21.40	21.00	12.50	1.80
	中短期票据期限利差								
	3y-1y			5y-3y			5y-1y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
中位数 (BP)	39.18	48.26	70.02	28.43	35.16	44.25	68.09	82.74	116.21
最新水平 (BP)	18.40	19.68	29.18	17.35	24.84	44.84	35.75	44.52	74.02
较上期变动 (BP)	0.24	-1.87	-4.87	-2.50	-3.51	0.49	-2.26	-5.38	-4.38
最新分位数 (%)	5.30	1.30	0.30	8.10	8.30	52.60	3.80	2.10	3.70
上期分位数 (%)	4.70	2.60	3.50	18.70	18.20	50.70	4.90	3.10	4.90
	中短期票据等级利差								
	1y			3y			5y		
	AA-(AA+)	(AA+)-AAA	AA-AAA	AA-(AA+)	(AA+)-AAA	AA-AAA	AA-(AA+)	(AA+)-AAA	AA-AAA
中位数 (BP)	10.00	10.83	21.78	41.00	18.84	58.87	48.00	23.96	73.90
最新水平 (BP)	7.50	10.04	17.54	17.00	11.32	28.32	37.00	18.81	55.81
较上期变动 (BP)	0.00	-0.39	-0.39	-3.00	-2.50	-5.50	1.00	-3.51	-2.51
最新分位数 (%)	26.30	26.10	17.40	7.70	0.50	0.00	13.50	8.30	0.20
上期分位数 (%)	25.60	30.40	28.30	14.40	5.50	3.90	12.60	34.80	3.90

注: 数据为滚动三年分位数;

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 12 日

4.3 信用评级调整及违约跟踪

上周无评级上调发行人, 评级下调的发行人有 2 家, 分别为国厚资产管理股份有限公司和东兴证券股份有限公司。

国厚资产管理股份有限公司, 非城投平台, 来自金融业。联合资信于 1 月 8 日将其主体评级由 AA 下调至 A+, 评级展望为负面, 下调原因为该公司涉及重大诉讼及资产查封, 扣押和冻结。截至 2023 年末, 公司货币资金冻结共计 0.61 亿元; 截至 2024 年 1 月 2 日, 公司未能按时偿还到期债务金额为 2.98 亿元。

东兴证券股份有限公司, 非城投平台, 来自金融业。惠誉于 1 月 11 日将其主体评级由 BBB+ 下调至 BBB, 并列入负面观察名单。下调原因为: 惠誉于 2024 年 1 月 3 日将东兴证券的母公司中国东方资产管理股份有限公司的评级自 A 下调至 A-, 并将其列入负面评级观察名单。

表11 评级下调行动 (2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日)

企业名称	行业	评级机构	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	代表债券
国厚资产管理股份有限公司	金融业	联合资信评估股份有限公司	2024-01-08	A+	负面	AA	19 国厚 01

资料来源: WIND, 联合资信、惠誉官网, 海通证券研究所

上周新增展期债券 2 只, 无新增违约主体。

表12 新增债券违约情况 (2024 年 1 月 8 日-1 月 12 日)

债券简称	违约、展期日期	企业名称	违约类型	债券余额 (亿元)	企业性质	是否上市	所属行业
21 绿地 01	2024-01-08	绿地控股集团有限公司	展期	9.00	地方国有企业	否	房地产开发
21 绿地 02	2024-01-08	绿地控股集团有限公司	展期	8.80	地方国有企业	否	房地产开发

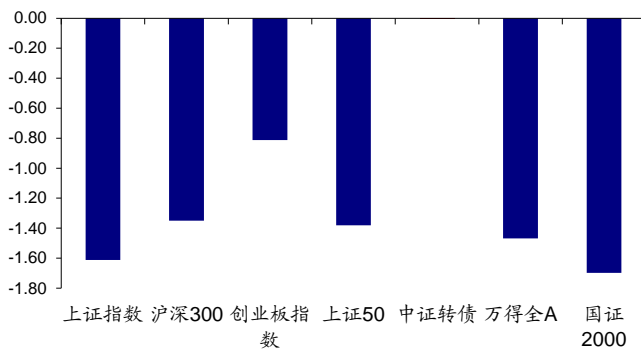
资料来源: WIND, 海通证券研究所

5. 可转债

5.1 转债指数持平

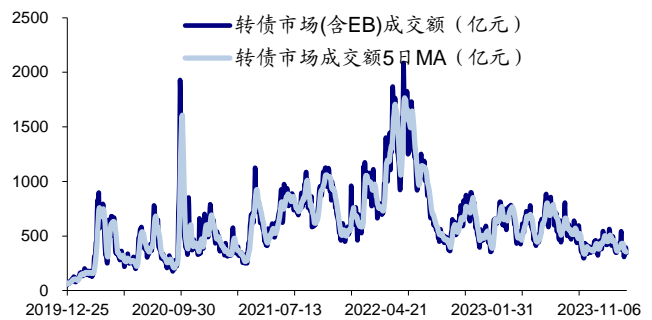
上周中证转债指数持平, 周日均成交量 (包含 EB) 352.60 亿元, 环比下跌 8.10%, 我们计算的转债全样本指数 (包含公募 EB) 持平。同期沪深 300 指数下跌 1.35%、创业板指数下跌 0.81%、上证 50 下跌 1.38%、国证 2000 下跌 1.70%。

图20 各主要指数上周涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图21 转债市场成交额 (亿元, 日度)

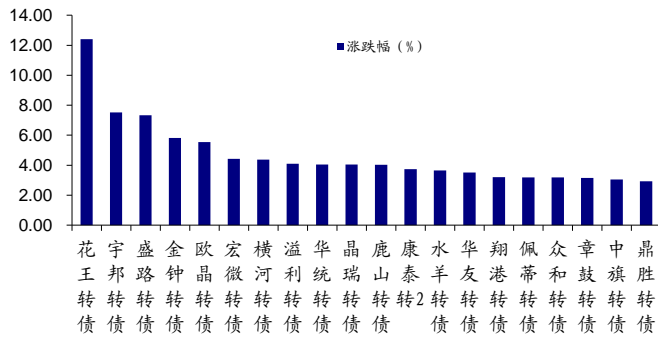


资料来源: WIND, 海通证券研究所

个券表现, 涨少跌多。 个券 247 涨 2 平 296 跌。个券涨幅前 5 位分别是花王转债 (12.40%)、宇邦转债 (7.52%)、盛路转债 (7.33%)、金钟转债 (5.81%)、欧晶转债 (5.54%)。跌幅前 5 位分别是鸿达转债 (-44.11%)、精测转债 (-8.92%)、精测转 2 (-6.90%)、起步转债 (-6.88%)、华锋转债 (-5.70%)。

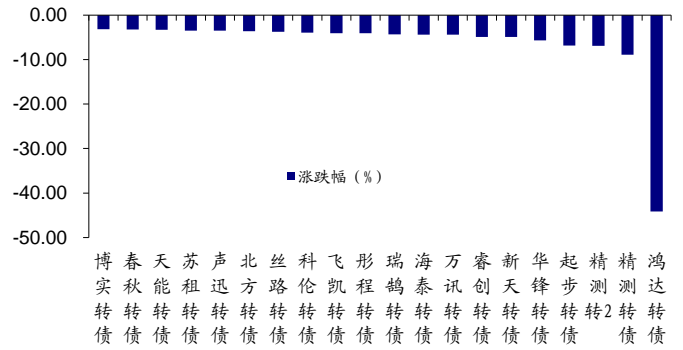
正股表现, 涨少跌多。 正股 172 涨 12 平 361 跌。正股涨幅前 5 位分别是太平鸟 (18.32%)、欧晶科技 (12.65%)、商络电子 (12.20%)、福斯特 (11.39%)、国光股份 (11.28%)。跌幅前 5 位分别是 ST 鸿达 (-22.83%)、博杰股份 (-18.68%)、盟升电子 (-12.08%)、华特气体 (-11.81%)、春秋电子 (-11.68%)。

图22 个券周涨跌幅前 20 位 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

图23 个券周涨跌幅后 20 位 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

从风格来看, 低价券、债性券、大盘券上涨幅度较大。上周低、中、高价券分别变 0.31%、0.16%和-0.59%; 债性、混合性、股性券分别变动 0.31%、0.01%和-0.69%; 小盘、中盘、大盘券分别变动-0.28%、-0.08%和 0.10%。

从板块来看, 除必需消费、TMT 板块下跌外, 所有板块均上涨。金融 (0.11%)、医药 (0.05%)、环保建筑 (0.05%)、电力交运 (0.04%)、周期 (0.04%)、可选消费 (0.03%)、机械制造 (0.03%) 板块上涨, 必需消费 (-0.02%)、TMT (-0.03%) 板块下跌。

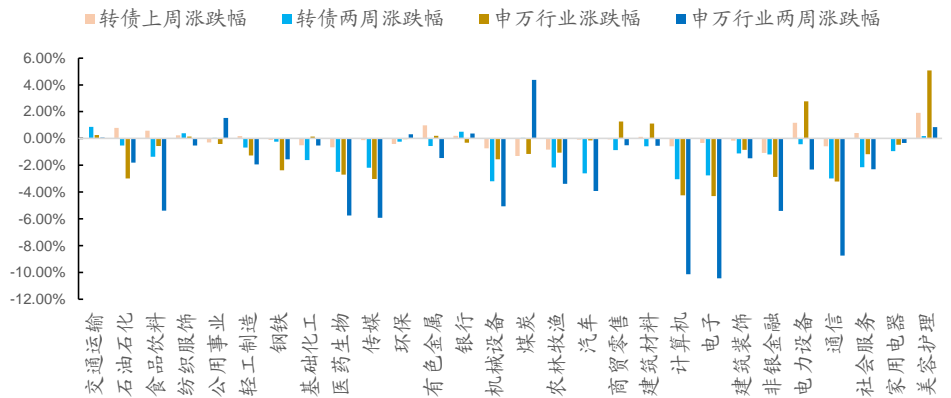
表13 转债分类指数的涨跌幅情况

	全样本 (包含公募EB)	分价格			分平价			分规模		
		价格105元以下	价格105-120元	价格120元以上	平价80元以下	平价80-100元	平价100元以上	规模8亿以下	规模8-20亿	规模20亿以上
2024年以来涨跌幅 (截至1.12)	-0.75%	0.02%	-0.36%	-2.19%	-0.33%	-0.88%	-1.50%	-2.19%	-1.55%	-0.09%
上周涨跌幅 (1.8-1.12)	0.00%	0.31%	0.16%	-0.59%	0.31%	0.01%	-0.69%	-0.28%	-0.08%	0.10%
		分行业								
		周期	金融	必需消费	可选消费	环保建筑	电力交运	TMT	机械制造	医药
2024年以来涨跌幅 (截至1.12)	-0.75%	-0.93%	-0.34%	-1.11%	-1.15%	-0.98%	-0.74%	-1.33%	-1.04%	-0.98%
上周涨跌幅 (1.8-1.12)	0.00%	0.04%	0.11%	-0.02%	0.03%	0.05%	0.04%	-0.03%	0.03%	0.05%

注: 周期 (化工、钢铁、有色等)、必需消费 (农业、食品饮料、纺织)、可选消费 (汽车、家电、家居等)、环保建筑 (环保、建筑、建材等)、电力交运 (电力、交通运输)、机械制造 (电力设备、机械、军工等)

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图24 转债和申万一级行业周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

5.2 估值下跌, 纯债 YTM 均值下跌

估值下跌，纯债 YTM 均值下跌。截至 1 月 12 日，百元溢价为 22.80%，同比下跌 0.29 个百分点，80 元以下纯债 YTM 均值为 2.22%，同比下跌 0.02 个百分点。

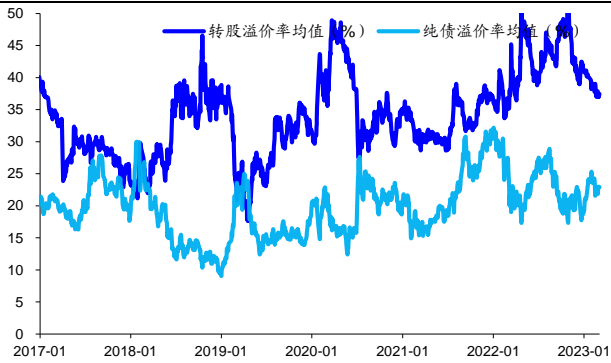
表14 转债市场价格和估值情况（按转债规模加权平均）

	转债平均价格 (元)	转债中位数价格 (元)	平价均值 (元)	百元溢价率 (%)	80元以下纯债YTM均值 (%)	转股溢价率 (%，分价格)			
						115元以下	115-125元	125-150元	150元以上
历史均值：2019年至今	115.55	116.03	89.09	20.15	2.28	50.35	22.55	12.44	7.34
近1年的移动均值	117.49	120.76	86.16	25.99	1.90	63.97	30.87	19.11	12.76
2023/12/29	114.04	118.32	80.93	24.28	2.18	67.73	27.20	17.22	4.69
2024/1/5	113.06	116.66	79.67	23.09	2.24	69.80	25.14	16.00	2.76
2024/1/12	113.01	116.66	79.09	22.80	2.22	70.71	26.25	15.26	3.49
变动	↓	-	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑
17年以来分位数	49%	60%	5%	70%	44%	98%	70%	69%	52%

资料来源：Wind，海通证券研究所，剔除价格大于 150 元且溢价率大于 100% 的标的

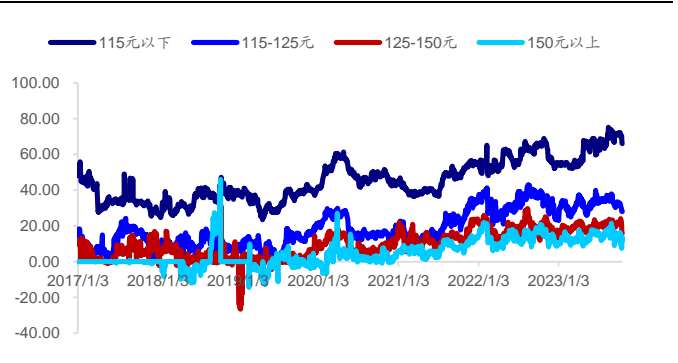
其中价格 115 元以下转债的转股溢价率均值 70.71%，环比上涨 0.92 个百分点；115-125 元转债的转股溢价率均值 26.25%，环比上涨 1.10 个百分点；125-150 元转债的转股溢价率均值 15.26%，环比下跌 0.74 个百分点；而价格 150 元以上转债的转股溢价率均值 3.49%，环比上涨 0.73 个百分点。

图25 转股溢价率和纯债溢价率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图26 主要价格区间个券的转股溢价率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

5.3 条款与一级市场

目前有 477 只个券进入转股期，其中盛路、溢利等 3 只转债转股超过 90%，万顺、鸿达等 5 只转债转股超过 80%，长信、湖广等 17 只转债转股超过 70%，长久、锦鸡等 8 只转债转股超过 60%，瑞鹤、德尔等 11 只转债转股超过 50%。

赎回方面，文灿、川投等 31 只转债触发赎回。

表15 存续流通已公告赎回转债情况

转债名称	正股名称	赎回登记日	转债余额 (亿元)	评级	行业
川投转债	川投能源	2024-01-31	9.92	AAA	电力

资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 1 月 12 日

表16 存续公告不赎回转债情况 (亿元)

代码	名称	最近一次公告不赎回日期	余额	评级	不赎回截止日期	代码	名称	最近一次公告不赎回日期	余额	评级	不赎回截止日期
113534.SH	鼎胜转债	2024/1/13	3.34	AA-	2024/4/12	128091.SZ	新天转债	2023/7/22	1.52	A+	2023/12/31
118021.SH	新致转债	2023/12/22	2.90	A	2024/6/21	128082.SZ	华锋转债	2023/7/22	1.95	A	2023/12/31
123127.SZ	耐普转债	2023/12/22	4.00	A+	2024/6/22	123092.SZ	天壕转债	2023/7/21	4.00	A+	2023/12/31
113648.SH	巨星转债	2023/12/13	9.15	AA-	2024/12/12	113598.SH	法兰转债	2023/7/13	2.75	AA-	2023/10/12
127053.SZ	豪美转债	2023/11/28	4.82	AA-	2024/2/27	110091.SH	合力转债	2023/7/12	20.47	AA+	2024/1/11
123038.SZ	联得转债	2023/11/28	1.47	A+	2024/5/27	110058.SH	永鼎转债	2023/7/5	2.60	AA-	2024/1/4
123054.SZ	思特转债	2023/11/27	1.67	AA-	2024/2/27	132018.SH	G三峡EB1	2023/7/3	80.17	AAA	2024/4/9
128041.SZ	盛路转债	2023/11/25	0.52	A+	2024/2/24	123067.SZ	斯莱转债	2023/6/28	2.39	AA-	2023/9/28
123194.SZ	百洋转债	2023/11/24	8.46	AA-	2024/5/24	123150.SZ	九强转债	2023/6/9	11.21	AA-	2024/9/9
127058.SZ	科伦转债	2023/11/18	15.85	AA+	2024/2/17	110077.SH	洪城转债	2023/5/31	14.79	AA+	2024/5/30
110060.SH	天路转债	2023/11/17	5.65	AA	2024/2/16	127069.SZ	小熊转债	2023/5/9	5.04	AA-	2023/11/8
123129.SZ	锦鸡转债	2023/11/17	1.94	A+	2024/5/16	127064.SZ	杭氧转债	2023/4/27	11.37	AA+	2023/7/28
127063.SZ	贵轮转债	2023/11/15	15.51	AA	2024/2/14	123112.SZ	万讯转债	2023/4/12	2.27	AA-	2023/7/11
123118.SZ	惠城转债	2023/11/11	1.54	A+	2024/2/10	113634.SH	珀莱转债	2023/3/9	7.51	AA	2024/3/8
110052.SH	贵广转债	2023/11/10	2.64	AA+	2024/5/7	123078.SZ	飞凯转债	2023/2/22	6.18	AA	2023/6/30
113588.SH	润达转债	2023/11/10	3.18	AA	2024/5/9	113027.SH	华钰转债	2023/2/17	2.38	A	2023/8/16
127014.SZ	北方转债	2023/11/10	5.32	AA+	2024/5/10	113649.SH	丰山转债	2023/2/15	4.99	AA-	2023/5/15
123177.SZ	测绘转债	2023/10/30	2.44	A+	2024/1/30	127043.SZ	川恒转债	2023/2/4	10.44	AA-	
110068.SH	龙净转债	2023/10/28	18.76	AA+	2024/1/27	123012.SZ	万顺转债	2023/1/31	1.22	AA-	2023/12/31
113537.SH	文灿转债	2023/10/27	1.23	AA-	2024/4/27	123085.SZ	万顺转2	2023/1/31	5.70	AA-	2023/12/31
123025.SZ	精测转债	2023/10/23	3.08	AA-	2024/4/23	123080.SZ	海波转债	2023/1/6	1.49	A+	2023/4/6
123031.SZ	晶瑞转债	2023/10/23	0.53	A+	2024/4/23	110061.SH	川投转债	2022/12/10	9.92	AAA	2023/12/9
123176.SZ	精测转2	2023/10/18	12.76	AA-	2024/4/17	113504.SH	艾华转债	2022/12/9	4.60	AA	2023/3/8
110090.SH	爱迪转债	2023/10/11	15.70	AA	2024/4/10	113647.SH	禾丰转债	2022/12/5	14.67	AA	2023/3/2
127037.SZ	银轮转债	2023/10/10	6.99	AA	2024/4/9	111000.SH	起帆转债	2022/11/9	9.99	AA-	2023/5/8
113582.SH	火炬转债	2023/9/16	4.17	AA	2023/12/15	113629.SH	泉峰转债	2022/8/23	6.19	AA-	2022/11/22
113063.SH	赛轮转债	2023/9/5	14.41	AA	2023/12/4	128128.SZ	齐翔转2	2022/8/12	6.79	AA	2023/2/12
128106.SZ	华统转债	2023/9/5	2.81	AA	2024/3/4	127030.SZ	盛虹转债	2022/8/11	49.98	AA+	2023/1/11
110055.SH	伊力转债	2023/8/22	2.43	AA	2024/2/21	127038.SZ	国徽转债	2022/7/28	14.92	AA+	2023/1/28
110083.SH	苏租转债	2023/8/19	46.56	AAA	2024/8/18	110074.SH	精达转债	2022/7/27	5.09	AA	2023/1/27
123013.SZ	横河转债	2023/8/17	0.38	A+	2024/7/26	123114.SZ	三角转债	2022/7/25	9.00	AA-	2023/1/25
127065.SZ	瑞鹄转债	2023/8/9	1.87	A+	2024/2/8	123121.SZ	帝尔转债	2022/7/6	8.31	AA-	2022/12/31
113039.SH	嘉泽转债	2023/8/2	2.88	AA	2024/2/2	113051.SH	节能转债	2022/1/17	29.99	AA+	2023/1/17
110048.SH	福能转债	2023/7/29	12.74	AA+	2024/1/28	128085.SZ	鸿达转债	2021/12/11	3.37	CC	2022/12/8
113615.SH	全诚转债	2023/7/28	7.64	AA	2024/1/27	123034.SZ	通光转债	2021/12/7	0.78	A+	2022/11/3
128095.SZ	恩捷转债	2023/7/22	4.53	AA	2023/12/31	128109.SZ	楚江转债	2021/11/29	18.23	AA	2022/11/29

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至1月12日

下修方面, 目前已有 248 只转债触发下修。上周东风转债、交建转债发布下修公告。众和转债、华友转债、康泰转 2、鸿达转债、利德转债、宏微转债董事会提议下修。

表19 批文+过会转债（截至1月12日）

公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业	公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业
维康药业	批文	6.80	医药生物	旭升集团	过会	28.00	汽车
华纳药厂	批文	6.91	医药生物	万凯新材	过会	27.00	基础化工
姚记科技	批文	5.83	传媒	宏柏新材	过会	9.60	基础化工
奥瑞金	批文	10.00	轻工制造	国检集团	过会	8.00	社会服务
高新发展	批文	6.91	建筑装饰	益丰药房	过会	17.97	医药生物
集智股份	批文	2.55	机械设备	严牌股份	过会	4.68	环保
松原股份	批文	4.10	汽车	豪能股份	过会	5.50	汽车
湘油泵	批文	5.77	汽车	天润乳业	过会	9.90	食品饮料
嘉益股份	批文	3.98	轻工制造	华康医疗	过会	7.50	医药生物
恒锋工具	批文	6.20	机械设备	伟明环保	过会	2.85	环保
远信工业	批文	2.86	机械设备	利扬芯片	过会	5.20	电子
龙星化工	批文	7.55	基础化工	聚赛龙	过会	2.50	基础化工
楚天科技	批文	10.00	医药生物	欧陆通	过会	6.45	电力设备
和邦生物	过会	46.00	基础化工				

资料来源：Wind，海通证券研究所

6. 海外债市

6.1 主权债和信用债市场

表20 各市场主权债和信用债变动情况

各市场主权债利率变动情况							各市场信用债指数变动情况												
区域	期限	国债利率 (%)		国债利率变动 (BP)			信用评级	指数(点)		变动(点)									
		1月5日	1月12日	今年以来	本月	上周		1月4日	1月11日	今年以来	本月	上周							
美洲	美国	1年期	4.840	4.650	-15.0	-14.0	-19.0	高收益债券指数	808.0	814.1	0.09	-0.34	0.75						
		2年期	4.400	4.140	-19.0	-9.0	-26.0												
		3年期	4.170	3.920	-17.0	-9.0	-25.0												
		5年期	4.020	3.840	-9.0	0.0	-18.0												
		7年期	4.040	3.910	-4.0	3.0	-13.0												
		10年期	4.050	3.960	1.0	8.0	-9.0												
欧洲	英国	1年期	4.907	4.895	13.2	15.5	-1.2	投资级债券指数	130.5	130.4	-0.43	-0.52	-0.04						
		10年期	3.764	3.884	16.5	26.3	12.0												
	法国	1年期	3.413	3.286	-2.6	-2.8	-12.7	高收益债券指数	323.7	325.5	0.04	0.14	0.55						
		10年期	2.680	2.677	8.2	11.9	-0.3												
	德国	1年期	3.130	3.120	11.0	15.0	-1.0	中债信用债总指数	211.7	212.0	0.16	0.21	0.12						
		10年期	2.200	2.200	6.0	14.0	0.0												
亚洲	中国	1年期	2.108	2.104	2.2	2.6	-0.4	新兴国家(除日本)非投资级指数	254.1	255.0	0.77	0.94	0.36						
		10年期	2.513	2.502	-4.6	-6.3	-1.1												
	日本	1年期	-0.025	-0.075	-5.0	-4.9	-5.0	日本巴克莱公司债指数	184.4	186.2	2.19	2.32	0.97						
		10年期	0.649	0.605	-4.4	-4.2	-4.4												
	韩国	3年期	3.283	3.204	-3.6	5.0	-7.9	投资级非主权债指数	255.8	255.9	-0.44	-0.66	0.03						
		5年期	3.312	3.241	-2.5	8.5	-7.1												
新加坡	1年期	3.750	3.750	0.0	0.0	0.0	高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66							
	10年期	2.810	2.810	2.0	10.0	0.0													
新兴市场	俄罗斯	1年期	14.880	15.660	93.0	98.0	78.0	高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66						
		10年期	12.380	12.670	33.0	37.0	29.0												
	南非	2年期	/	/	/	/	/							投资级非主权债指数	255.8	255.9	-0.44	-0.66	0.03
		10年期	9.865	9.675	-18.0	-9.5	-19.0												
	巴西	1年期	10.025	10.025	17.0	-15.1	0.0							高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66
		10年期	10.670	10.502	8.0	14.1	-16.8												
	墨西哥	1年期	11.199	11.120	-5.1	-1.3	-7.9							高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66
		10年期	9.484	9.273	25.7	-6.5	-21.1												
	印度	1年期	7.163	7.087	-0.7	-2.3	-7.6							高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66
		10年期	7.235	7.178	-2.8	0.2	-5.7												
	印尼	1年期	6.486	6.382	-16.8	-11.5	-10.4							高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66
		10年期	6.649	6.658	13.6	17.6	0.9												
巴基斯坦	1年期	/	/	/	/	/	高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66							
	10年期	15.029	15.436	35.5	35.5	40.7													
土耳其	1年期	/	/	/	/	/	高收益指数	1374.2	1383.4	-0.34	-0.74	0.66							
	10年期	25.470	25.860	156.0	217.0	39.0													

资料来源：Wind，彭博，海通证券研究所。

国债利率中，标蓝色数据为 24/1/3 与 24/1/10 对比，标黄色数据为 24/1/4 与 24/1/11 对比。利率/指数变动中，红色为债市上涨，绿色为债市下跌。今年以来指 2024 年 1 月 2 日以来，本月指 23 年 12 月 29 日以来。

6.2 各市场经济、通胀和货币政策

表21 各市场经济数据（美国和欧洲）

美国	
经济数据	美国去年12月谘商会就业趋势指数为113.15，前值由113.05修正至112.48。 1月8日消息，美国11月消费信贷增加237.51亿美元，预期增加90亿美元，前值增加51.34亿美元。 美国2023年12月NFIB小型企业信心指数录得91.9，为2023年7月以来新高，预期91，前值90.6。 美国2023年11月贸易帐逆差632亿美元，预期逆差650亿美元，前值从逆差643亿美元修正为645亿美元；出口2537亿美元，前值2588亿美元；进口3169亿美元，前值3230亿美元。 美国至1月6日当周红皮书商业零售销售同比升5.9%，前值升5.6%。 亚特兰大联储GDPNow模型预计美国第四季度GDP增速为2.2%，此前预计为2%。 美国2023年11月批发销售环比持平，预期降0.3%，前值由降1.3%修正至降1.5%。 1月11日数据显示，美国上周初请失业金人数20.2万人，预期21万人，前值20.2万人；四周均值20.775万人，前值20.775万人。美国至2023年12月30日当周续请失业金人数183.4万人，预期187.1万人，前值从185.5万人修正为186.8万人。 1月11日消息，美国12月政府预算赤字1290亿美元，预期赤字652.5亿美元，前值赤字3140亿美元。
	美国2023年12月末季调CPI同比升3.4%，预期升3.2%，前值升3.1%；季调后CPI环比升0.3%，预期升0.2%，前值升0.1%。美国2023年12月末季调核心CPI同比升3.9%，预期升3.8%，前值升4%；核心CPI环比升0.3%，预期升0.3%，前值升0.3%。美国12月实际收入环比减0.2%，前值增0.5%。 当地时间1月8日，据美国纽约联储调查结果，美国2023年12月一年期通胀预期降至3%，创2021年1月份以来新低。2023年12月三年期通胀预期降至2.6%。 1月10日，美联储威廉姆斯表示，预计通胀将在2024年降至2.25%，2025年降至2%；2024年预计GDP增速约为1.25%，失业率为4%；美联储认为在恢复经济平衡方面取得了“有意义的”进展；美联储资产负债表缩减按计划进行；美联储将通胀率降至2%的工作尚未完成。 1月11日，美联储巴尔金表示，一旦通胀走上向2%回落的轨道，愿考虑降低利率。 美国2023年12月PPI同比上升1%，预期升1.3%，前值从升0.9%修正为升0.8%；环比降0.1%，预期升0.1%，前值从持平修正为降0.1%。 美国2023年12月核心PPI同比升1.8%，预期升1.9%，前值升2%；环比持平，预期升0.2%，前值持平。 当地时间1月12日，美联储初步数据显示，美联储2023年利息收入1638亿美元，之前一年为1700亿美元。2023年利息开支激增至2811亿美元，之前一年为1024亿美元。 据CME“美联储观察”，截至1月12日，美联储2月维持利率在5.25%-5.50%区间不变的概率为95.3%，降息25个基点的概率为4.7%。到3月维持利率不变的概率为24.8%，累计降息25个基点的概率为71.8%，累计降息50个基点的概率为3.4%。
通胀与货币政策	
英国	
经济数据	1月9日数据显示，英国2023年12月BRC总体零售销售同比增1.7%，前值增2.7%。 1月12日公布的数据显示，英国至2023年11月三个月GDP环比降0.2%，预期降0.1%，前值持平。英国2023年11月GDP同比升0.2%，为2023年5月以来最小增速，预期升0.2%，前值修正至降0.1%；环比升0.3%，预期升0.2%，前值降0.3%。英国2023年11月工业产出同比降0.1%，预期升0.7%，前值修正至降0.5%；制造业产出同比升1.3%，预期升1.7%，前值修正至升0.2%。英国2023年11月季调后商品贸易帐逆差141.89亿英镑，预期逆差157亿英镑，前值逆差修正至159.36亿英镑。
通胀与货币政策	1月10日，英国央行行长贝利表示，将英国通胀率恢复到目标水平至关重要。英国未见失业率激增。近几个月英国家庭收入有所增长。 1月10日，英国央行副行长布里登表示，所有证据表明英国央行量化紧缩下的债券销售对市场运作没有影响。量化紧缩对收益率的影响约为10-15个基点。量化紧缩对银行或市场影响甚微。
德国	
经济数据	1月9日数据显示，德国2023年11月季调后工业产出环比降0.7%，预期升0.2%，前值降0.4%；同比降4.8%，预期降4%，前值降3.5%。
法国	
经济数据	法国2023年11月贸易帐逆差59.43亿欧元，前值逆差85.97亿欧元；进口553.95亿欧元，前值582.68亿欧元；出口494.51亿欧元，前值496.71亿欧元。法国11月经常帐赤字28亿欧元，前值赤字29亿欧元。 1月10日公布数据显示，法国2023年11月工业产出环比升0.5%，预期持平，前值降0.3%；同比升0.6%，预期0.3%，前值1.8%。法国11月制造业产出环比升0.3%，前值0.1%；同比降0.9%，前值升1%。
通胀与货币政策	1月8日，法国财长勒梅尔表示，法国计划通过法案提升金融吸引力；预计今年上半年通胀率将低于3%；法国需要在2025年找到节省120亿欧元的措施。 1月11日，法国央行行长维勒鲁瓦表示，法国经济增长在放缓，但不会陷入衰退；法国通胀预计在几个月内将降至3%以下；2024年法国经济增速预计在0.9%左右。 法国2023年12月CPI终值环比升0.1%，预期0.1%，初值0.1%，前值0.1%；同比升3.7%，预期3.7%，初值3.7%，前值3.5%。

资料来源：Wind、金十数据、海通证券研究所

表22 各市场经济数据（亚洲和新兴市场国家）

俄罗斯	
经济数据	1月11日，俄罗斯财政部表示，2023年预算赤字为3.24万亿卢布，较2022年的3.3万亿卢布有所下降；俄罗斯2023年预算赤字占GDP的比例为-1.9%，2022年为-2.1%。
日本	
经济数据	1月12日数据显示，日本2023年11月贸易帐逆差7241亿日元，预期逆差5330亿日元，前值逆差4728.48亿日元。日本2023年11月季调后经常帐盈余18854亿日元，预期盈余21770亿日元，前值盈余26217亿日元；未季调经常帐盈余19256亿日元，预期盈余23851亿日元，前值盈余25828亿日元。
通胀与货币政策	1月9日数据显示，日本2023年12月东京CPI同比增2.4%，预期增2.5%，前值增2.6%修正为增2.7%；环比持平，前值降0.2%。日本12月东京核心CPI同比增2.1%，预期增2.1%，前值增2.3%。
韩国	
经济数据	1月9日数据显示，韩国2023年11月末季调经常帐盈余40.597亿美元，前值盈余67.961亿美元。 1月10日数据显示，韩国2023年12月失业率3.3%，预期2.9%，前值2.8%。 韩国1月1-10日出口同比增长11.2%，进口同比下降8.3%。
通胀与货币政策	1月11日，韩国央行将关键利率维持在3.50%不变，为连续第八次按兵不动，符合市场预期。 韩国央行行长李昌镛表示，委员会成员认为未来三个月内不会降息，至少在接下来的六个月内很难降息，支持将家庭债务与GDP比率控制在90%以下。

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、股市波动、价格和溢价率调整风险、转债强赎风险、数据统计存在遗漏或偏差。

附表:转债条款跟踪&新发转债列表

表23 转债和 EB 特殊条款概览 (2024 年 1 月 12 日)

Table with columns for bond name, conversion rate, subordination, maturity, and special clauses. It lists various convertible bonds and their specific terms.

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表24 待发转债列表（截至 2024 年 1 月 12 日）

公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业	公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业	公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业	公司名称	方案进度	规模(亿元)	行业
维康药业	批文	6.80	医药生物	合兴股份	受理	6.10	汽车	威尔药业	受理	3.06	医药生物	陕建股份	预案	35.00	建筑装饰
华纳药厂	批文	6.91	医药生物	传智教育	受理	5.00	社会服务	志邦家居	受理	7.00	轻工制造	德才股份	预案	8.50	建筑装饰
姚记科技	批文	5.83	传媒	腾龙股份	受理	5.20	汽车	湘潭电化	受理	4.87	电力设备	金富科技	预案	6.00	轻工制造
奥瑞金	批文	10.00	轻工制造	南华期货	受理	12.00	非银金融	思进智能	受理	3.50	机械设备	天宇股份	预案	14.00	医药生物
高新发展	批文	6.91	建筑装饰	皓元医药	受理	11.61	医药生物	长沙银行	受理	110.00	银行	精达股份	预案	11.26	电力设备
集智股份	批文	2.55	机械设备	亿纬锂能	受理	70.00	电力设备	清源股份	受理	5.50	电力设备	麟盛科技	预案	14.67	轻工制造
松原股份	批文	4.10	汽车	TCL中环	受理	138.00	电力设备	伟隆股份	受理	3.21	机械设备	苏州固得	预案	11.22	电子
湘油泵	批文	5.77	汽车	沃森生物	受理	12.35	医药生物	金达威	受理	18.24	食品饮料	瑞泰科技	预案	5.19	建筑材料
嘉益股份	批文	3.98	轻工制造	莱尔科技	受理	5.00	电子	浩瀚深度	受理	5.00	通信	兴业股份	预案	7.50	基础化工
恒锋工具	批文	6.20	机械设备	英搏尔	受理	8.17	汽车	银邦股份	受理	7.85	有色金属	美联新材	预案	10.00	基础化工
远信工具	批文	2.86	机械设备	德生科技	受理	4.20	计算机	京北方	受理	11.30	计算机	南京医药	预案	10.81	医药生物
龙星化工	批文	7.55	基础化工	派克新材	受理	19.50	国防军工	路德环境	受理	4.39	环保	致远互联	预案	7.04	计算机
楚天科技	批文	10.00	医药生物	振华股份	受理	4.06	基础化工	恒辉安防	受理	5.00	纺织服饰	玉马遮阳	预案	5.50	轻工制造
和邦生物	过会	46.00	基础化工	保立佳	受理	3.17	基础化工	松井股份	受理	6.20	基础化工	鼎捷软件	预案	8.48	计算机
旭升集团	过会	28.00	汽车	翰博高新	受理	7.50	汽车	南兴股份	受理	7.97	机械设备	力星股份	预案	6.00	机械设备
万凯新材	过会	27.00	基础化工	奥锐特	受理	8.12	医药生物	长城科技	预案	10.00	电力设备	和胜股份	预案	7.50	有色金属
宏柏新材	过会	9.60	基础化工	领益智造	受理	21.37	电子	超越科技	预案	4.40	环保	蒙草生态	预案	8.37	建筑装饰
国检集团	过会	8.00	社会服务	洛凯股份	受理	4.03	电力设备	紫金矿业	预案	100.00	有色金属	万祥科技	预案	6.00	电子
益丰药房	过会	17.97	医药生物	禾川科技	受理	5.77	机械设备	海力风电	预案	28.00	电力设备	光华股份	预案	6.80	基础化工
严牌股份	过会	4.68	环保	恒帅股份	受理	4.25	汽车	信隆健康	预案	4.00	汽车	药康生物	预案	2.50	医药生物
豪能股份	过会	5.50	汽车	美邦股份	受理	5.30	基础化工	睿昂基因	预案	4.50	医药生物	航亚科技	预案	5.00	国防军工
天润乳业	过会	9.90	食品饮料	重庆水务	受理	20.00	环保	平治信息	预案	7.27	通信	瑞可达	预案	9.50	电子
华康医疗	过会	7.50	医药生物	晶丰明源	受理	7.09	电子	联环药业	预案	4.50	医药生物	江波龙	预案	30.00	电子
伟明环保	过会	2.85	环保	复旦微电	受理	20.00	电子	读客文化	预案	3.00	传媒	鼎通科技	预案	7.95	通信
利扬芯片	过会	5.20	电子	确成股份	受理	5.50	基础化工	西安银行	预案	80.00	银行	香山股份	预案	7.00	汽车
聚赛龙	过会	2.50	基础化工	智明达	受理	4.01	国防军工	新益昌	预案	5.20	机械设备	中大德	预案	5.00	机械设备
欧陆通	过会	6.45	电力设备	博菲电气	受理	3.80	基础化工	隆扬电子	预案	11.07	电子	东亚机械	预案	6.00	机械设备
豫光金铅	受理	14.70	有色金属	葫芦娃	受理	5.00	医药生物	青龙管业	预案	4.00	建筑材料	艾克森	预案	5.89	电子
厦门银行	受理	50.00	银行	保隆科技	受理	14.00	汽车	拓山重工	预案	3.70	机械设备	亚钾国际	预案	20.00	基础化工
纳微科技	受理	6.40	医药生物	伟时电子	受理	5.90	电子	一品红	预案	10.80	医药生物	永贵电器	预案	9.80	机械设备
值得买	受理	5.50	传媒	汇成股份	受理	12.00	电子	传化智联	预案	41.44	交通运输	水星家纺	预案	10.15	纺织服饰
华通线缆	受理	8.00	电力设备	日科化学	受理	5.15	基础化工	久吾高科	预案	6.00	环保	无锡振华	预案	9.00	汽车
瑞丰银行	受理	50.00	银行	太阳能	受理	49.14	公用事业	南方精工	预案	5.20	汽车	鼎际得	预案	7.50	基础化工
聚合顺	受理	3.38	基础化工	泰瑞机器	受理	3.38	机械设备	康德莱	预案	5.00	医药生物	澳弘电子	预案	5.80	电子
华泰股份	受理	15.00	轻工制造	安克创新	受理	11.05	电子	正帆科技	预案	11.50	机械设备	江山股份	预案	12.00	基础化工
天下秀	受理	14.00	传媒	航宇科技	受理	6.67	国防军工	神马电力	预案	7.10	电力设备	伯特利	预案	28.32	非银金融
龙建股份	受理	10.00	建筑装饰	安集科技	受理	8.62	电子	一心堂	预案	15.00	医药生物	长高电新	预案	7.84	电力设备
瑞联新材	受理	10.00	电子	城发环境	受理	19.60	交通运输	东山精密	预案	48.00	电子	广和通	预案	9.63	通信
天山股份	受理	92.72	建筑材料	筑博设计	受理	5.42	建筑装饰	横店东磁	预案	32.00	电力设备	待发新券	2193.04亿元		
德方纳米	受理	35.00	电力设备	显盈科技	受理	4.20	电子	安必平	预案	3.00	医药生物	批文+过会	260.61亿元		

资料来源：Wind，海通证券研究所根据相关公司公告整理

信息披露 分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队
王巧喆 固定收益研究团队
张紫睿 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。