一周策略：国内经济复苏态势良好 海外经济仍充满不确定性（2020 年第 45 期）

2020 年 11 月 29 日

观点

- **利率债：**本周（11.23-11.29）央行公开市场净投放 1300 亿元，周一进行 400 亿元逆回购 7D 操作，周二进行 700 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 1000 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 800 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产已推进至复工满产国外面临疫情防控物资需求量较大，出口需求旺盛，我国保持经济复苏态势。货币政策方面，为贯彻落实党中央关于“六稳”“六保”决策部署，预计将继续实施直达实体经济的货币政策工具，维持较宽松的状态，配合财政政策助力经济恢复进程。财政政策方面，预计财政资金直达机制有望常态化。

- **信用债：**本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均小幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，交易量的主要上升动力来自中期票据。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，主要呈下降趋势。本周债市违约事件的负面影响正在逐渐消散，信用利差整体小幅走阔，但走阔幅度较前几周明显下降，预期后续信用债市场将逐步趋于平稳。

- **可转债：**（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 1300 亿元，下周仍有 4300 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院金融稳定发展委员会召开金融委，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，以防范债市信用风险蔓延。央行第三季度货币政策执行报告出炉，9 月人民币贷款加权平均利率为 5.12%，同 6 月相比增长 6bp，伴随经济复苏，货币政策有望恢复常态。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注银行、地产等低估的后周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

- **海外宏观：（1）11 月 PMI 初值创新高，显示美国经济持续复苏：**本周美国一系列重要经济数据发布，其中 10 月季调后新屋年化销量 99.9 万，超出预期，维持高位水平；11 月 Markit PMI 初值发布，服务业和制造业均创下五年多以来的新高，经济复苏步伐稳健。叠加数周以来的疫苗利好，我们认为经济不仅已逐步适应疫情下的节奏，且疫情本身对经济活动的负面冲击的传导系数或也在边际下降，即便考虑到当前重新抬头的疫情，以尾部事件的角度观察已采取严格封锁政策的德国、英国的 11 月 PMI 数据，制造业仍保持扩张态势，服务业的萎缩远不如年初猛烈，这也一定程度上印证了我们“live with COVID-19”的判断。后续需要进一步密切观察疫苗的动态信息；**（2）耶伦的财长提名受市场广泛欢迎：**伴随美国政府正式启动过渡流程，拜登团队发布了一系列内阁人选，其中前任联储主席耶伦可能出任财长的消息受到市场欢迎，因其财政扩张的立场减少了经济不确定性，加上过渡流程启动基本表明大选最终尘埃落定，在这一消息推动下，道指升破 30000 点。**（3）大类资产表现：**加元、欧元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞英＞美；债市：信用债>利率债；汇市：加元>欧元>法郎>日元>英镑>美元；大宗：原油>铜＞天然气>黄金＞白银。

- **风险提示：**利率债：疫情二次爆发风险，经济复苏远超预期。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系走向不明。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

相关研究

1、《东吴固收李勇_2020 年 3 季度货币政策执行报告点评》：稳健性政策更加灵活，结构性调控基调持续 2020-11-27

2、《东吴固收李勇_海外月报》：全球谨慎增量宽松，基本面修复需时日 2020-11-24

3、《东吴固收李勇_一周策略》：国内经济继续修复，海外形势仍不容乐观 2020-11-23

4、《东吴固收李勇_海外周报》：美房地产维持强势，美债收益率齐回落 2020-11-23

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 利率债策略分析 3
1.1. 公开市场操作以及资金流动性 3
1.2. 宏观数据及高频数据分析 4
1.3. 周内政策梳理及分析 5
1.4. 下周关注的因素及策略 7
2. 信用债策略分析 8
3. 可转债策略分析 9
4. 海外策略分析 10
4.1. 美国 10
4.2. 欧洲 10
4.3. 原油 11
4.4. 黄金 11
5. 风险提示 11

图表目录

表 1：本周公开市场操作（单位：亿元） 3

1. 利率债策略分析

1.1. 公开市场操作以及资金流动性

本周（11.23-11.29）央行公开市场净投放 1300 亿元，周一进行 400 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元国库定存 1 个月到期，周二进行 700 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 1000 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 800 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1200 亿元逆回购 7D 操作以及 500 亿元国库定存 1 个月操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期以及 50 亿元央行票据互换 3 个月到期。下周（11.30-12.06）央行公开市场有 4300 亿元逆回购 7D 到期。

表 1：本周公开市场操作（单位：亿元）

	逆回购				逆回购到期				MLF	MLF 到期	TMLF	TMLF 到期	降准置换	净投放
	7D	14D	28D	63D	7D	14D	28D	63D	1Y	1Y	1Y	1Y		
11/23/2020	400													400
11/24/2020	700				500									200
11/25/2020	1200				1000									200
11/26/2020	800				700									100
11/27/2020	1200				800									400
合计	4300	0	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0	0	1300

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年 11 月 20 日，11 月 LPR 报价公布（改革后第十六次报价）：1 年期贷款市场报价利率(LPR)为 3.85%，10 月为 3.85%；5 年期贷款市场报价利率(LPR)为 4.65%，10 月为 4.65%。本月 1 年期 LPR 与 5 年期以上 LPR 的报价均与上月持平。

MLF 逆回购利率持平，LPR 利率跟随不变。LPR 报价已经连续 7 个月不变，贷款市场报价利率均为：1 年期 LPR 为 3.85%，5 年期以上 LPR 为 4.65%。我们认为报价持平的原因在于：一、11 月 16 日，央行开展一年期 8000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率 2.95%，与上次持平。由于 LPR 是在 MLF 上加点形成，MLF 的调整直接与 LPR 挂钩，因此此次 LPR 报价维持不变符合历史规律。二、从银行负债端来看，10 月份以来，同业存单发行利率持续走高，处于年内高位水平，银行负债端压力较大，由此压制了 LPR 下降动力。三、近期经济延续稳中向好的恢复态势，10 月经济数据显示，全国规模以上工业增加值同比增速超预期，社会消费品零售总额持续增长。企业盈利能力稳步回升，市场需求加速回暖，未来我国将实施更加灵活适度的稳健性货币政策。综上，本次 LPR 1 年期和 5 年期报价均与上月持平符合预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公开市场操作频繁，政策工具精准滴灌。11 月央行公开市场操作频繁，我们分析如下：第一、当前国内经济复苏态势良好，央行政策利率和 LPR 均保持稳定，企业贷款利率处于历史较低水平，反映了目前的利率政策求稳的导向。第二、11 月 13 日-11 月 20 日央行共开展五次逆回购操作，累计逆回购 4600 亿元。为维护银行体系流动性合理充裕，央行于 11 月 16 日开展了一年期 8000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率为 2.95%，与前值保持一致。从整体来看，央行货币政策工具使用较为谨慎，偏向更加灵活适度的调节，未来货币政策或将边际收紧。三、央行不断推出和强化各类结构性“直达”工具，中小微贷款阶段性延期还本付息政策、普惠小微信用贷款支持政策两个直达实体经济的货币政策工具加快落地，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度。运用结构性货币政策工具精准滴灌，促使宽信用对宽货币的依赖程度下降。

短期货币政策边际收紧，长期仍将深化 LPR 改革。11 月 6 日，国务院政策例行吹风会上，央行副行长刘国强指出：“当前国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率（LPR）均保持稳定，企业贷款利率持续下行，并处于历史较低水平。随着 LPR 改革，货币政策传导机制进一步顺畅，1.5 万亿让利目标今年可以完成，为‘六稳’、‘六保’工作提供了有力支持。下一阶段，人民银行将坚持稳健的货币政策更加灵活适度，精准导向，构建金融支持实体经济的体制机制，继续强化对实体经济的金融支持。”在我国经济恢复态势良好以及 LPR 保持稳定的背景下，预计未来我国货币政策将边际收紧，短期政策利率不再有下调动力。同时有关部门也强调我国经济复苏仍存在不确定因素，出口、投资、消费仍未达到正常速度，为支持经济全面复苏，不会出现“政策悬崖”，短期政策利率上调的概率较小。因此预计短期政策利率将继续保持稳定，但从长期来看，央行将继续深化 LPR 改革，利率走势下行仍是未来大势。

1.2. 宏观数据及高频数据分析

数据方面：2020 年 11 月 07 日，海关总署公布了 10 月进出口数据。据海关统计，今年前 10 个月，我国货物贸易进出口总值 25.95 万亿元人民币，比去年同期增长 1.1%。其中，出口 14.33 万亿元，同期增长 2.4%；进口 11.62 万亿元，同期下降 0.5%；贸易顺差 2.71 万亿元，同期增加 16.9%。按美元计价，前 10 个月，我国进出口总值 3.71 万亿美元，同期下降 0.8%。其中，出口 2.05 万亿美元，同期增长 0.5%；进口 1.66 万亿美元，同期下降 2.3%；贸易顺差 3845 亿美元，同期增加 14.2%。2020 年 11 月 10 日，国家统计局发布了 2020 年 10 月份全国 CPI 和 PPI 数据。（1）CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点。（2）PPI 同比下降 2.1%，降幅与上月相同。

全球债市整体资金流向：全球债券市场整体延续今年 4 月以来资金净流入的趋势，资金净流入较为稳定。在继 11 月第一周的资金净流出后，近两周资金再度恢复到净流入状态。11 月第二周，全球债市流入资金 1013.17 亿美元；11 月第三周，全球债市流入资金规模 1174.85 亿美元。目前来看：（1）联储的谨慎表态暗示其未必希望收益率曲线长端过快抬升，这不利于其有序缩表，也不利于其控制物价稳定，所以联储的表态必须“谨慎”，来

给自己换时间进行“掉头”操作，预计需要 1-2 个季度的时间，在“掉头期”内，美债市场仍或保持持续震荡，净流出、流入或出现一定的交替；（2）同时，大量美国企业发行企业债，获取宝贵的现金后，并未进行资本支出。这部分资金流向势必需要找到一个配置的方向：国债、企业债。该因素也给美国国债市场带来了较大的流入增量。

全球股市整体资金流向：全球股市维持资金净流入。股市资金结束前期的震荡形势转向较为稳定的净流入，11 月第二周流入 4419.01 亿美元，11 月第三周流入 2671.76 亿美元。本周美股股市再度上涨，一别前期的震荡形势，权益市场的资金流向分化可能和如下情况有关：（1）BioNTech 宣布新冠疫苗有效率高达 90%，带动市场情绪快速走好。市场预期本轮经济恢复将会继续持续。然而，11 月第二周之后，由于疫苗信息并未持续发酵，经济恢复预期有所回落；（2）蓝色浪潮横扫市场的预期落空，市场此前预期拜登将以较大优势赢得美国大选，然而民主党仅以微弱优势赢得多个摇摆州，参众议院席位争夺极为胶着，市场情绪再度走向避险。

财政收支展望：减税降费目标可完成，财政资金直达机制有望常态化。整体来看，我国今年的财政政策积极有为，虽然受新冠疫情的影响，整体财政支出的节奏有所放缓，但财政支出的增速显著高于财政收入。展望未来：财政收入方面，四季度我国经济将继续保持增长势头，随着工业增加值和消费的回暖，增值税和消费税增幅会回升。就减税降费措施而言，今年先后出台了 7 批 28 项税费优惠政策，国家税务总局收入规划核算司司长蔡自力在 11 月 12 日召开的国务院政策例行吹风会上表示今年《政府工作报告》确定的全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元目标任务预计可完成。财政支出今年仍存在发力空间，另外近期国务院常务会议提出，今年试验实施的财政资金直达机制有望常态化，聚焦与人民群众密切相关的民生等重点领域，这样更有助于经济社会的发展。

高频数据方面，上周商品房成交面积有所提升，截至 11 月 22 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 345.52 万平方米，较上周增加 0.0133 万平方米。其中一线城市成交 61.58 万平方米，二线城市成交 168.63 万平方米，三线城市成交 115.31 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所下降。截至 11 月 22 日，市场日均零售 5.25 万台，同比增速为 7.00%，较前值有所下降。整体来看，车市回暖行情转向。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均有所下跌。截至 11 月 27 日，螺纹钢价格较上周由 4174 元/吨下跌至 4113 元/吨，热轧板卷较上周由 4171 元/吨上涨至 4203 元/吨，圆钢价格较上周由 4055 元/吨上涨至 4093 元/吨，中板价格上周由 4347 元/吨上涨至 4360 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数下跌 0.65%，螺纹钢指数下跌 0.62%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 644.80 元，比上周价格上行 6.75%；焦煤期货结算价 1427.50 元，较上周价上涨 116.50 元。截至 11 月 26 日，有色金属各品种价格表现分化。分品种来看，相比上周，锌价上涨 1.63%，铅价上涨 3.99%，铜价上涨 4.60%，铝价下跌 0.82%。

1.3. 周内政策梳理及分析

政策方面：11 月 27 日，中国银保监会召开偿付能力监管委员会工作会议，银保监

会副主席周亮同志主持会议。会议分析了 2020 年第三季度保险业偿付能力、总体风险等情况，审议了保险公司风险综合评级结果和对部分公司的监管措施，部署了下一阶段偿付能力监管和风险防控工作。2020 年第三季度末，纳入会议审议的 178 家保险公司平均综合偿付能力充足率为 242.5%，平均核心偿付能力充足率为 230.5%。人身险公司、财产险公司、再保险公司的平均综合偿付能力充足率分别为 236.5%、267.6%和 321.6%。98 家保险公司风险综合评级被评为 A 类，73 家保险公司被评为 B 类，5 家保险公司被评为 C 类，1 家保险公司被评为 D 类。会议指出，今年第三季度，银保监会统筹做好疫情防控和银行保险业监管工作，采取有力措施，对冲疫情不利影响，应对各种风险挑战，保险业偿付能力充足率总体保持平稳。会议强调，中国银保监会以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中、五中全会精神，认真落实党中央、国务院决策部署，坚决守住不发生系统性风险底线，认真研究谋划明年和“十四五”时期保险业偿付能力监管工作，推动保险业实现高质量发展。

11 月 25 日李克强主持召开国务院常务会议，确定完善失信约束制度、健全社会信用体系的措施，为发展社会主义市场经济提供支撑；通过《中华人民共和国安全生产法（修正草案）》。会议指出，党中央、国务院高度重视社会信用体系建设，这是发展社会主义市场经济的重要基础。为加强诚信建设、营造公平诚信的市场环境和社会环境，会议决定，坚持依法合规、保护权益、审慎适度、清单管理，规范和完善失信约束制度，有序健康推进社会信用体系建设。一是科学界定信用信息纳入范围和程序。将特定行为纳入公共信用信息，必须严格以法律、法规等为依据，并实行目录管理，向社会公开。行政机关认定失信行为必须以具有法律效力的文书为依据。二是规范信用信息共享公开范围和程序。信用信息是否及在何种范围共享和公开要坚持合法、必要原则，并在编制信用信息目录时一并明确。三是规范严重失信主体名单认定标准，按照有关规定严格限定为严重危害群众身体健康和生命安全、严重破坏市场公平竞争秩序和社会正常秩序等方面的责任主体，不得擅自增加或扩展。具体认定要严格履行程序。四是依法依规开展失信惩戒，确保过惩相当。对失信主体采取减损权益或增加义务的惩戒措施，必须基于失信事实、于法于规有据，做到轻重适度，不得随意增设或加重惩戒，不得强制要求金融机构、信用服务机构、行业协会商会、新闻媒体等惩戒失信主体。五是建立有利于自我纠错的信用修复机制。除法律法规等另有规定外，失信主体按要求纠正失信行为、消除不良影响的均可申请信用修复。对符合修复条件的，相关部门和单位要按规定及时移出失信名单。六是加强信息安全和隐私保护。严格信用信息查询使用权限和程序，严肃查处泄露、篡改、毁损、窃取信用信息或利用信用信息谋私，严厉打击非法收集、买卖信用信息违法行为。会议要求，各地各有关部门要抓紧清理已出台的失信行为认定、记录、公开、惩戒等措施，不符合要求的要及时规范。会议还确定了促进征信业发展提质的措施，要求推进金融、政务、公用事业等相关征信信息跨领域、跨地域依法共享。加快政府相关数据开放和有序利用。积极稳妥推进个人征信机构准入，加大征信业开放力度。完善征信配套法规制度，强化问责机制，对征信评级弄虚作假等行为要依法严惩。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

11 月 25 日，中共中央政治局常委、国务院总理、党组书记李克强主持召开国务院党组会议，学习贯彻习近平法治思想和中央全面依法治国工作会议精神，研究做好下一步工作。会议回答了新时代为什么实行全面依法治国、怎样实行全面依法治国等一系列重大问题，是全面依法治国的根本遵循和行动指南。要增强“四个意识”、坚定“四个自信”、做到“两个维护”。国务院党组和政府系统要认真学习领会，结合政府工作实际深入抓好贯彻落实，坚持依宪施政、依法行政，持续推动法治政府建设。一要依法全面履行政府职责。用法治给行政权力定规矩、划界限，加快转变政府职能，进一步厘清政府与市场、政府与社会的边界，推动有效市场和有为政府更好结合，抓紧制定政府部门权力和责任清单，深化“放管服”改革，加快打造市场化法治化国际化营商环境，更大激发市场主体活力和社会创造力。加大政务公开力度，强化对行政权力的制约和监督。二要完善行政法规体系。着力提高行政立法质量，制定法规规章要坚持从实际出发，注重解决实际问题，增强针对性、适用性、可操作性，做到既系统完备又简明易行。及时清理不适应改革发展需要的法规规章和规范性文件。三要提高行政决策法治化水平。规范行政决策程序，全面推行规范性文件合法性审核机制。在制定和修订行政法规、规章、规范性文件过程中广泛征求意见，尤其是涉及市场主体和人民切身利益的要充分听取和吸收企业、行业协会商会、群众的意见。四要严格规范公正文明执法。全面落实行政执法责任制。严格执行行政执法公示、执法全过程记录、重大执法决定法制审核“三项制度”，防止任性执法。坚决取消没有法律法规规章依据或不必要、交叉重复的行政执法事项。加强政务诚信建设，健全政府守信践诺机制。会议强调，政府系统工作人员特别是领导干部，是推进全面依法治国的重要力量，要带头崇尚法治、敬畏法律，不断提高运用法治思维和法治方式做好政府各项工作的能力，接受法律等各方面监督，奉公守节，廉洁为民，坚决纠正不作为、乱作为，力戒形式主义、官僚主义，自觉做尊法学法守法用法的模范，为推进社会主义法治国家建设、促进经济社会发展、增进民生福祉作出更大贡献。

1.4. 下周关注的因素及策略

11 月 27 日，国家主席习近平在第十七届中国－东盟博览会和中国－东盟商务与投资峰会开幕式上致辞。习近平强调，2013 年，我提出愿同东盟国家共建 21 世纪海上丝绸之路，携手共建更为紧密的中国－东盟命运共同体。7 年来，中国－东盟关系已成为亚太区域合作中最为成功和最具活力的典范，成为推动构建人类命运共同体的生动例证。面对新冠肺炎疫情，双方守望相助，共克时艰。当今世界正在经历百年未有之大变局，各国人民的命运从未像今天这样紧密相连。中方视东盟为周边外交优先方向和高质量共建“一带一路”重点地区，愿同东盟推进各领域合作，维护本地区繁荣发展良好势头，建设更为紧密的中国－东盟命运共同体。第一，提升战略互信，深入对接发展规划。依托陆海新通道建设，加强基础设施互联互通合作，加快推进现有经济走廊和重点项目建设，积极构建中国－东盟多式联运联盟。明年是中国－东盟建立对话关系 30 周年，中方愿同东盟一道，打造更高水平的战略伙伴关系。第二，提升经贸合作，加快地区经济全面复苏。进一步实施好中国－东盟自由贸易协定。中方希望《区域全面经济伙伴关系协定》尽早生效。畅通贸易、促进投资，相互开放市场，推动产业链、供应链、价值链深度融合。在确保疫情防控前提

下，采取措施便利人员往来和货物流通。推动澜湄合作、中国－东盟东部增长区合作。第三，提升科技创新，深化数字经济合作。在智慧城市、5G、人工智能、电子商务、大数据、区块链、远程医疗等领域打造更多新的合作亮点，加强数据安全保护和政策沟通协调。建设中国－东盟信息港，打造“数字丝绸之路”。第四，提升抗疫合作，强化公共卫生能力建设。加强政策对话、信息分享和疫苗合作。中国将在疫苗投入使用后积极考虑东盟国家需求，为东盟抗疫基金提供资金支持，为东盟培养 1000 名卫生行政人员和专业技术人员，共同建设应急医疗物资储备库和公共卫生应急联络机制。

2. 信用债策略分析

本周（11 月 23 日-11 月 27 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 190 支，总发行量 1935.22 亿元，较上周减少了 223.88 亿元，总偿还量 2236.48 亿元，较上周减少了 634.89 亿元，净融资额-301.26 亿元，较上周增加了 411.01 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票和企业债和公司债的发行利率较上周均小幅上升。短融的发行利率的上升幅度为 15.01BP，中票的发行利率的上升幅度为 13.55BP，企业债的发行利率的上升幅度为 11.8BP，公司债的发行利率的上升幅度为 28.15BP。

银行间和交易所信用债合计成交 5091.12 亿元，总成交量较上周 4614.71 亿元增加了 476.41 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1764.67 亿元、2771.97 亿元、415.81 亿元、138.66 亿元。

国债收益率：本周各期限国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 11 月 27 日，1 年期国债收益率为 2.9104%，较上周 2.9503%下降了 3.99BP。3 年期国债收益率为 3.0837%，较上周 3.1201%下降 3.64BP。5 年期国债收益率为 3.1522%，较上周 3.1910%下降了 3.88BP。7 年期国债收益率为 3.3189%，较上周 3.3385%下降了 1.96BP。10 年期国债收益率为 3.3000%，较上周 3.3100%下降了 1.00BP。

各类信用债收益率呈现：本周大多数期限和种类信用债收益率呈下降趋势。截至 11 月 27 日，除 7 年期中短期票据和 7 年期城投债信用利差呈收窄趋势外，大多数期限和种类信用债的信用利差呈扩大趋势。截至 11 月 27 日，大多数期限和种类信用债的等级利差呈扩大趋势，仅 7 年期企业债等级利差维持不变。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据和企业债的周交易量相对高于公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、企业债、公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、企业债、公司债。本周 AA 级别企业债活跃度相对较高。

本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均小幅下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。其中，总发行量的主要下降动力来自短期融资券和公司债，中期票据和企业债的

总发行量则呈现上升趋势。总偿还量的下降动力来自短期融资券，中期票据和企业债的总偿还量下降幅度有限，公司债的总偿还量则有所上升。净融资额的主要上升动力来自短期融资券、中期票据和企业债，公司债的净融资额有所下降。

二级市场的交易量在本周同比小幅上升，交易量的主要上升动力来自中期票据。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，主要呈下降趋势。本周债市违约事件的负面影响正在逐渐消散，信用债发行利率开始出现下降势头，信用利差整体小幅走阔，但走阔幅度较前几周明显下降，部分长久期信用利差甚至呈收窄趋势。不同期限各种类信用债的等级利差也走阔幅度也较前几周有所下降。对于永煤等违约事件的影响，市场正在逐步消化，预期后续信用债市场将逐步趋于平稳。

分行业看，主要行业中，工业行业虽仍然是对本周交易量贡献最大的行业，但成交量涨幅不大，仅有 8.45%；金融行业的交易量涨幅最大，达 73.75%，其次为公用事业，交易量涨幅达 23.05%。

3. 可转债策略分析

本周可转债一级市场有 3 只可转债发行，总发行量为 30.70 亿元，较上周增加 26.50 亿元；有 2 只可转债偿还，均为提前赎回和到期赎回，总偿还量为 0.23 亿元，较上周增长 0.23 亿元；净融资额 30.47 亿元，较上周增长 26.27 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周可转债一级市场有 3 只可转债发行，总发行量为 26.49 亿元，较上周减少 4.21 亿元；有 4 只可转债偿还，均为提前赎回和到期赎回，总偿还量为 2.01 亿元，较上周增长 1.78 亿元；净融资额 24.47 亿元，较上周减少 5.99 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 16 家公司可转债有新进展，其中 2 家公司通过了董事会预案，4 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；5 家公司通过了证监会核准，分别为长海股份、世运电路、高澜股份、海兰信、英特集团，行业属于化学制品、元件Ⅱ、专用设备、船舶制造Ⅱ、医药商业Ⅱ，涉及发行规模分别为 5.5 亿元、10 亿元、2.8 亿元、7.3 亿元、6 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场先抑后扬，板块分化明显，上证综指、沪深 300、上证 50 分别上涨 0.91%、0.76%、2.54%，中证 500、创业板指、中小板指分别下跌 1.11%、1.80%、1.17%；本周可转债指数整体上涨，上证转债、深证转债、中证转债指数分别上涨 0.60%、0.92%、0.08%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数涨少跌多。银行、非银金融、采掘、休闲服务、国防军工领涨，涨幅分别为 4.38%、3.91%、2.70%、2.38%、2.20%。家用电器、计算机、建筑材料、医药生物、传媒领跌，跌幅分别为 3.63%、3.27%、3.17%、2.92%、2.92%。

截至 2020 年 11 月 27 日，存量可转债共计 374 支，存量余额共计 4816.69 亿元。其中

银行业存量可转债余额最多，高达 1522.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为公用事业、有色金属、化工、交通运输，化工、交通运输本周呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为航新转债、小康转债、万里转债、银河转债、汽模转 2。

本周位于套利区间的转债共计 16 支，较上周减少 9 只。

截至 2020 年 11 月 27 日，可转债的纯债溢价率中位数为 31.94%，转股溢价率的中位数为 15.05%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 21,481.27 万股，其中盛屯转债本周转股数为 3790.89 万股，占全部转股数的 29.42%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 11 月 27 日，桐昆转债、科森转债、拓邦转债的累计转股比例分别为 99.00 %、98.68%、98.02%。

经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 1300 亿元，下周仍有 4300 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院金融稳定发展委员会召开金融委，研究规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作，以防范债市信用风险蔓延。央行第三季度货币政策执行报告出炉，9 月人民币贷款加权平均利率为 5.12%，同 6 月相比增长 6bp，伴随经济复苏，货币政策有望恢复常态。

投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注银行、地产等低估的后周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

4. 海外策略分析

4.1. 美国

短期来看，制造业继续复苏，服务业可能会受疫情反弹影响；联储支持经济表态有助于市场保持信心，行政分支启动过渡进程减少了市场面临的不确定性；疫苗或年底启动紧急使用的消息部分对冲疫情抬头对经济预期的负面影响；中长期来看，经济复苏叠加宽松政策持续，或引起通胀抬头，美债收益率曲线或趋陡，且收益率曲线总体上移；联储边际宽松水平趋缓，欧央行加码宽松在即，美元方面存在较强支撑；新一轮财政援助及后续大规模基建计划呵护经济复苏，疫情对经济制约将消失，进入“微笑曲线”翘起端可期；美股整体将由流动性支撑转向盈利支撑，此外结构会出现调整，因疫情出现的板块估值结构性变动将面临回调。

4.2. 欧洲

短期来看，欧洲各国的封锁措施取得了一定成效，以经济下降为代价换取了新冠疫情增速

的放缓，进入 12 月之后，欧央行或采取的宽松货币政策将给欧元带来贬值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

4.3. 原油

短期来看，疫苗方面持续传来利好消息，旅行限制放松，进一步增加对于经济和旅游活动的信心，一定程度上帮助油价上涨；与此同时，由于欧美疫情恶化，基本面不足，经济疲软，无法有效支撑油价，OPEC 放宽减产政策可能带来的供给过剩引发担忧；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧或也将拖累油价上涨。

4.4. 黄金

短期来看，黄金本周持续下跌可能在未来引发进一步的抛售；在对疫苗持续乐观情绪和对拜登在对外冷静的贸易态度影响下，对黄金类传统避险资产的需求下降。据美联储，美元利率将长期维持在超低水准，一定程度限制黄金的下跌程度；中长期来看，全球经济缓慢修复“道阻且长”，经济回归常态或仍需时日，但结构性变化、“live with coronavirus”的调整无论在供给侧、需求侧都在发生，且全球 QE 放“水”规模或已逐步见顶，支撑黄金长期利好的因素在显著消退中，黄金或易降难升。

5. 风险提示

利率债：疫情二次爆发风险，经济复苏远超预期。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系走向不明。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn