一周策略：国内经济恢复加速，海外形势仍充满不确定性（2020 年第 40 期）

2020 年 10 月 25 日

观点

- **利率债：** 10 年期国开债收益率为 3.7174%，较上周下行 4.72BP。展望后期：从基本面来看，我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，增速由负转正，同时 M2、社融等指标 9 月表现均好于预期，通胀数据略有回落，未来我国消费将进一步恢复，投资进程加快，预计四季度经济增速继续加快，但仍应注意国际环境的不确定性带来的挑战。在货币政策方面，2020 年第三季度例会中强调要发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，未来我国将实行更加灵活适度、精准导向的稳健型货币政策，长期将引导贷款利率继续下行，进一步缓解实体经济融资压力。本周国债收益率短端和长端均明显下行，短端下行可能系多项公开市场操作出台资金面宽松，长端下行可能仍与国际不稳定因素相关。

- **信用债：** 本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均有大幅明显的上升，净融资额仍处于负区间，但较上周有较大回升。本周一级市场发行量较上周继续回升，市场交易热情继续回暖。从二级成交情况来看，本周信用利差整体表现出扩大态势，其中 5 年期品种的变动幅度最大，与同期限的国债收益率出现大幅下降有一定相关。

- **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 2000 亿元，下周仍有 3200 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。海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。（2）本周可转债波动异常剧烈，暴涨暴跌引监管介入。本周转债市场表现疯狂，23 日突破 1900 亿元创纪录，多只转债暴涨暴跌，炒作太疯狂，证监会起草制定了《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》以整治转债乱象。（3）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。可关注低估值绩优蓝筹股，以及地产后周期的汽车、家电等行业。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，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。应谨慎选择高估值的主题，仍需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

- **海外宏观：** **（1）美国 10 年期国债收益率显露筑底企稳趋向，缓慢回升才是最好剧本。**我们认为：（a）当前联储负债表规模达到惊人的 7.2 万亿美元，且自 2 月份以来快速膨胀近 3/4，当货币乘数近似负值或零的情形下，基础货币转化成货币供应，进一步转化成私人部门的信贷通路不畅，此时通胀较难抬升；（b）美国 10 年期国债收益率近期的缓慢回升，意味着资金面公私部门间或已出现了“挤出”，这意味私人部门的活力在恢复，我们认为如果保持缓慢升势，不失为一个市场回暖的良好信号；**（2）英国脱欧计划协商难产，预计再度延期至 11 月中旬，市场预期英国或将在明年实施负利率政策。**最大的不确定性存在于英国是否会无协议脱欧。9 月 9 日，英国首相约翰逊公布“内部市场法案（Internal Market Bill）”交由英国国会表决，其中，该法案变相撕毁去年英国与欧盟达成的脱欧协议。11 月中旬是英国与欧盟认定的贸易谈判最后期限，年底无协议脱欧的机率明显上升；在欧洲第二波疫情抬头，经济环境走弱的环境下，如果英国对欧盟的极限施压失败，无协议脱欧或将导致英国的服贸成本上升，衰退压力严重，英国央行因此或将被迫扩大宽松刺激经济，最后导致国债收益率转负**（3）大类资产表现：**铜、欧元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞美>欧；债市：新用债>利率债；汇市：英镑>日元>法郎>欧元>加元>美元；大宗：天然气>铜＞白银>黄金＞原油。

- **风险提示：** 利率债：经济复苏远超预期，国际环境不稳定。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，国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。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、《固收周报 20201025：风险信息周报（2020.10.19 - 2020.10.25）》2020-10-24
2、《固收月报 20201021：货币宽松全面放缓，美元四季度或翻身》2020-10-22
3、《固收点评 20201020：LPR 维持不变，货币政策稳健中性》2020-10-20
4、《固收点评 20201020：1-9 月经济数据点评：前三季度 GDP 同比增长 0.7%，消费与投资继续回暖》2020-10-20
5、《固收周报 20201018：利率债周报：人民币汇率持续升值，债市或呈现利好趋势（2020 年第 39 期）》2020-10-19

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. 长短端收益率 4
1.3. 宏观数据及高频数据分析 4
1.4. 周内政策梳理及分析 5
1.5. 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 11
4.1. 美国 11
4.2. 欧洲 11
4.3. 原油 11
4.4. 黄金 11
5. 风险提示 12

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（10.19-10.25）央行公开市场净投放 2000 亿元，周一进行 500 亿元逆回购 7D 操作，周二进行 700 亿元逆回购 7D 操作，周三进行 800 亿元逆回购 7D 操作，周四进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 700 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期。下周（10.26-11.01）央行公开市场有 3200 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		
10/19/2020	500													500
10/20/2020	700													700
10/21/2020	800													800
10/22/2020	500				500									0
10/23/2020	700				700									0
合计	3200	0	0	0	1200	0	0	0	0	0	0	0	0	2000

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年 10 月 20 日，10 月 LPR 报价公布（改革后第十五次报价）：1 年期贷款市场报价利率(LPR)为 3.85%，5 年期以上 LPR 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。

逆回购、MLF 利率持平，LPR 利率跟随不变。自五月以来，LPR 报价已经连续 6 个月不变，符合我们的预期。原因在于：（1）10 月以来，7 天逆回购操作利率保持在 2.2%。10 月 15 日，央行开展 1 年期 5000 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 报价维持不变符合预期。（2）10 月银行负债端压力仍存，1 年期同业存单发行利率高企，因此报价行主动下调 LPR 加点部分动力不足。综上，本次 LPR 1 年期和 5 年期报价均与上月持平符合预期。

稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，实体经济融资成本显著降低。货币政策方面，将以促进货币供应量和社会融资规模合理增长为方向，坚决不搞“大水漫灌”。9 月 25 日召开 2020 年第三季度例会，强调发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好 1 万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好两项直达

实体货币政策工具，确保普惠小微贷款应延尽延，切实提高普惠小微信用贷款发放比例。降成本方面，根据 10 月 14 日召开的第三季度金融统计数据新闻发布会，前 8 个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低企业贷款利率已减负约 5260 亿元，企业融资成本明显下降。同时，中小微企业延期还本付息和普惠小微信用贷款两项直达工具抓紧推进，约为实体经济减负 2000 亿元。

深化利率市场化改革，引导贷款利率继续下行。9 月 25 日央行货币政策委员会召开 2020 年第三季度例会，强调要深化利率市场化改革，引导贷款利率继续下行。当前存量浮动利率贷款定价基准转换顺利完成，贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率明显下降。实体经济融资成本有望继续下降，为完成金融系统全年减负 1.5 万亿的目标，预计今年四季度企业一般贷款利率环比将保持一定下行幅度。

1.2. 长短端收益率

收益率方面，短端、长端均下行。1 年期国开债收益率为 2.8374%，较上周下行 0.07BP。10 年期国开债收益率为 3.7174%，较上周下行 4.72BP。展望后期：从基本面来看，我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度 GDP 同比增长 0.7%，增速由负转正，同时 M2、社融等指标 9 月表现均好于预期，通胀数据略有回落，未来我国消费将进一步恢复，投资进程加快，预计四季度经济增速继续加快，但仍应注意国际环境的不确定性带来的挑战。在货币政策方面，9 月 25 日召开 2020 年第三季度例会中强调要发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，未来我国将实行更加灵活适度、精准导向的稳健型货币政策，长期将引导贷款利率继续下行，进一步缓解实体经济融资压力。本周国债收益率短端和长端均明显下行，短端下行可能系多项公开市场操作出台资金面宽松，长端下行可能仍与国际不稳定因素相关。

1.3. 宏观数据及高频数据分析

数据方面：2020 年 10 月 13 日，海关总署公布了 9 月进出口数据。按美元计，我国 9 月进口同比上升 13.20%；9 月出口同比增长 9.90%；9 月贸易帐顺差 370.00 亿美元。按人民币计，我国 9 月进口同比上升 11.60%；9 月出口同比增长 8.70%，9 月贸易帐顺差 2615.62 亿元。2020 年 10 月 15 日，国家统计局公布 2020 年 9 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比上涨 1.7%，涨幅比上月回落 0.7 个百分点。（2）9 月 PPI 同比下降 2.1%，前值-2.0%。

政府性基金收支：土地收入增幅扩大，基金收支缺口扩大。收入：1-8 月累计，全国政府性基金预算收入 47030 亿元，同比增长 2.3%。分中央和地方看，中央政府性基金预算收入 2343 亿元，同比下降 16.7%，从 1-7 月份增速-19.8%上涨 3.1 个百分点；地方政府性基金预算本级收入 44687 亿元，同比增长 3.5%，从 1-7 月份增速 2.6%上涨 0.9 个百分点。其中，国有土地使用权出让收入 38947 亿元，同比增长 12.7%，相较于 1-7 月份增速 7.9%上涨 4.8 个百分点。由于土地使用出让权收入在全国政府性基金收入中占比较大，使得全国政府性基金收入从 1-7 月份 1.2%的增速上涨至 2.3%。支出：1-8 月累计，

全国政府性基金预算支出 63889 亿元，同比增加 21.1%。分中央和地方看，中央政府性基金预算本级支出 1516 亿元，同比下降 6.2%；地方政府性基金预算支出 62373 亿元，同比增加 22%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 38947 亿元，同比下降 12.7%。收支缺口达 16859 亿元，较 1-7 月扩大 3047 亿元。由于土地使用出让权收支在全国政府性基金收入中占比较大，因此政府性基金收支主要受到房地产市场和土地市场的影响。通过对比去年和今年的土地购置费和土地购置面积可以发现，目前土地购置的面积和费用正在快速回升，特别是土地购置费，1-8 月累计值已超去年同期 2255 亿元

财政收支展望：财政政策保持积极有为，直达资金支出进度加快。整体来看，我国 1-8 月财政支出增速明显高于财政收入，体现了积极有为的财政政策导向，在一般性支出方面进行大力压减，将省出的资金用于保基本民生的方面。展望未来：财政收入方面，我国经济进入稳步复苏阶段，税收收入中的国内增值税当月同比首次由负转正，这表明我国的工业生产复苏明显，该点从前 8 个月公布的规模以上工业增加值增速由负转正，逐月递增也得到了印证，预计下阶段财政收入情况将进一步好转。财政支出方面，2 万亿元直达资金政策将重点支持疫情防控、保居民就业、保基本民生、市场主体、保运转、支持重大项目建设保粮食和能源安全等，下一步各地将推进重点项目的实施，直达资金的支出进度有望进一步加快，同时地方新增专项债将力争在 10 月底前发放完毕，对各地的经济发展将有拉动作用。

高频数据方面，上周商品房成交面积有所提升，截至 10 月 18 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 388.35 万平方米，较上周增加 171.10 万平方米。其中一线城市成交 56.42 万平方米，二线城市成交 199.50 万平方米，三线城市成交 132.44 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上涨。截至 10 月 18 日，市场日均零售 5.31 万台，同比增速为 18.00%，较前值有所上涨。整体来看，车市回暖势头持续。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上涨。截至 10 月 23 日，螺纹钢价格较上周由 3808 元/吨上涨至 3822 元/吨，热轧板卷较上周由 3977 元/吨上涨至 3995 元/吨，圆钢价格较上周由 3839 元/吨下跌至 3831 元/吨，中板价格较上周持平，为 4288 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.35%，螺纹钢指数上涨 0.25%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 574.80 元，比上周价格下行 3.56%；焦煤期货结算价 1357.50 元，比上周价格上行 1.88%。截至 10 月 22 日，有色金属各品种价格均上行。分品种来看，相比上周，锌价上涨 5.95%，铅价上涨 1.83%，铜价上涨 3.04%，铝价上涨 0.03%。

1.4. 周内政策梳理及分析

本周的重要政策主要关注以下几个方面：

第一、10 月 21 日，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清在 2020 金融街论坛年会上表示，金融供给不平衡、不充分与金融需求多层次多样化的矛盾仍然比较突出，实现金融的普惠性目标还需要做许多工作，必须坚定推进金融供给侧结构性改革。

第二、10 月 24 日，由中国金融四十人论坛联合各组委会成员机构举办的第二届外滩金融峰会今日在上海召开。中国人民银行行长易纲在会上表示，中国经济已经由高速增长转向高质量发展。

10 月 21 日，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清在 2020 金融街论坛年会上表示，金融供给不平衡、不充分与金融需求多层次多样化的矛盾仍然比较突出，实现金融的普惠性目标还需要做许多工作，必须坚定推进金融供给侧结构性改革。既要发展大型超大型金融企业，也要培育中小型金融机构。既要有综合经营的一站式机构，也要有特色化的专业机构。不同类型的金融主体坚守定位，取长补短，相互竞合，共同构筑茂盛的金融森林。所有金融机构都要抓紧数字化转型，唯有如此，才能切实提高我们服务大众的本领。深化金融机构的内部治理改革仍然十分紧迫。我们必须正视已经暴露的风险隐患和违法违规问题，坚决惩治贪腐分子，尽最大可能挽回国家和人民的损失。无论大中小金融机构，包括城商行、农信社、信托公司和租赁公司，都要建立健全现代企业制度。关键是强化公司治理结构，更好地发挥党组织的领导核心和政治核心作用，严格选配忠诚、专业、廉洁、务实的高管人员。金融机构要发挥专业优势，做好财富管理，增加居民财产性收入，实现人民群众财富的长期保值增值。要防止风险外溢，维护金融市场稳定，增进社会福利。在防灾救灾、绿色发展、应对气候变化等方面也要主动作为，发挥表率作用。发挥金融优势，大力发展第三支柱养老保障，可以有效缓解我国养老保险支出压力，满足人民群众多样化养老需求。同时，也可集中长期稳定资金，探索跨周期投资模式，成为资本市场长期投资和价值投资的重要力量，从根本上促进资本市场健康发展，满足基础建设和科技创新的资金需要。当前我国居民金融总资产已达到 160 万亿元，其中 90 多万亿元为银行存款，而且绝大多数低于一年期限。可转换为终身养老财务资源的金融资产，规模十分庞大，优势非常明显。党的十九大以来，在党中央的坚强领导下，在国务院金融委的直接指挥下，金融领域先后推出 50 多项开放措施，大幅放宽金融业外资股比限制，扩大业务范围，拓宽中外金融市场合作领域。目前，这些政策已逐步落地见效，并形成了一批示范性实例。首家外资独资保险控股公司、外资独资寿险公司和外资控股的理财公司等先后获准设立。即使在新冠肺炎疫情最严重时期，金融对外开放步伐也没有一刻停止。将继续支持金融科技的发展，优化客户服务体验，提升服务效率。密切关注和评估科技革命对金融业的影响趋势，并做好前瞻性部署安排。在监管方面也要加大科技运用，提升监管效能。当然，金融科技发展也带来了一些新问题，必须高度重视网络安全、数据隐私、寡头垄断等风险挑战，确保市场公平和金融稳定。

10 月 24 日，由中国金融四十人论坛联合各组委会成员机构举办的第二届外滩金融峰会今日在上海召开。中国人民银行行长易纲在会上表示，中国经济已经由高速增长转向高质量发展。习近平主席提出构建新发展格局的要求，是根据我国发展阶段、环境、条件变化做出的战略决策。新发展格局不是关起门来封闭运行，而是要更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现更加强劲可持续的发展。中国经济深度融入全球经贸体系，

是构建新发展格局的重要背景。中国是全球经贸体系的重要参与者，已成为第一大贸易国和第二大直接投资目的地，是全球价值链的重要枢纽和制造中心。2002-2019 年，中国对全球经济增长的年均贡献率接近 30%。建设更高水平的开放型经济新体制，是构建新发展格局的应有之义。构建新发展格局要求更好利用国际国内两个市场、两种资源，不仅要便利商品和要素的流动，还要推动规则制度型开放，增强制度的竞争力，从而提高经济发展的质量和效率。这不仅有利于中国经济，也有利于全球经济。进一步扩大金融业开放，是构建新发展格局的必然要求。金融业开放不仅引入了机构、业务、产品，增加了金融要素供给，还促进了制度规则的完善，促进了金融制度供给。这有利于提升金融服务实体经济的效率和能力，助力中国经济高质量发展。要持续推动金融业开放，营造市场化法治化国际化金融展业环境。第一，全面实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，推动开放理念和模式的转变。尽管我国金融业开放步伐很快，但我们在同外资金融机构、境外央行的沟通中也注意到，外资在机构准入和展业限制解除后，仍需申请诸多许可，面临不少操作性问题，对金融业开放的诉求依然较多，这表明金融业向负面清单管理的转变还有不少工作要做。第二，统筹推进金融服务业开放、人民币汇率形成机制改革和人民币国际化。人民币汇率形成机制改革要增强人民币汇率弹性，更好地发挥汇率在宏观经济稳定和国际收支平衡中的“自动稳定器”作用。人民币国际化要坚持市场主导，监管当局主要是减少对人民币跨境使用的限制，顺其自然。新形势下的人民币国际化可在坚持市场主导的基础上，进一步完善对本币使用的支持体系，为市场作用的发挥创造更好的环境和条件。第三，在加快开放的同时防范风险。加强宏观审慎管理，提高金融监管的专业性和有效性，建好各类“防火墙”，提高防范和化解重大风险的能力，使监管能力与开放水平相适应。

1.5. 下周关注的因素及策略

下周主要关注的事件有以下三点：

第一、10 月 23 日，人力资源和社会保障部公布数据显示，今年三季度，就业形势保持总体平稳、稳中向好。1 月份至 9 月份，共向 564 万户企业发放失业保险稳岗返还 850 亿元，惠及职工 1.45 亿人。数据显示，1 月份至 9 月份，全国城镇新增就业 898 万人。9 月份城镇调查失业率 5.4%，低于预期控制目标，三季度末城镇登记失业率 4.19%。社会保障方面，截至今年 9 月底，全国基本养老、失业、工伤保险参保人数分别为 9.87 亿人、2.12 亿人、2.63 亿人，均提前完成“十三五”规划目标。

第二、10 月 23 日，在国新办新闻发布会上，工业和信息化部副部长王志军介绍了“十三五”时期工业和信息化领域发展成就。一是综合实力再上台阶，2016 年—2019 年，我国全部工业增加值由 24.54 万亿元增至 31.71 万亿元，年均增长 5.9%，远高于同期世界工业 2.9%的年均增速。二是创新能力显著提高，2019 年，我国规模以上工业企业研发投入强度达 1.32%，比 2015 年提高 0.42 个百分点。三是产业结构持续优化，钢铁行业提前两年完成“十三五”去产能 1.5 亿吨目标。四是优质企业加快壮大，龙头企业全

球竞争力持续增强，在信息通信、轨道交通、新能源汽车等领域涌现出一批创新能力强、具有国际竞争力的领军企业。五是开放水平不断提升，一般制造业有序放开，汽车、船舶、飞机相关领域正逐步取消股比限制，高铁、核电、卫星等成体系走出国门。“十三五”期间，我国电信行业大力推动提速降费，不仅建成了全球领先的电信网络，固定宽带和手机流量的平均资费水平下降幅度更是超过了 95%。网络能力显著增强，网络水平全球领先。持续推动电信降费，有力促进了网络普及和应用推广。深化融合应用，数字经济实现跨越式发展。我国数字经济规模从“十三五”初的 11 万亿元，增长到 2019 年的 35.8 万亿元，占 GDP 比重 36.2%，对 GDP 的贡献率为 67.7%。

第三、10 月 24 日，中国人民银行公布的最新数据显示，前三季度社会融资规模量增质优，在结构上出现了明显的积极变化。前三季度，实体经济中长期贷款达到 11.85 万亿元，占各项贷款增量的 72.9%；小微企业融资新增 3 万亿元，同比多增 1.2 万亿元；企业债券净融资 4.1 万亿元，比上年同期多 1.65 万亿元；企业境内股票融资 6099 亿元，比上年同期多 3756 亿元。这些数据表明，企业中长期贷款增速加快，企业直接融资明显改善，这对于制造业恢复和中小企业发展十分关键。同时，直接融资改善，也有利于稳定企业杠杆水平。今年前三季度社会融资规模的累计增量是 29.62 万亿元，比上年同期多 9.01 万亿元。这些新增资金向实体经济尤其是小微企业倾斜的力度明显加大，比如普惠小微贷款余额近 7 个月连创新高。

2. 信用债策略分析

本周（10 月 19 日-10 月 25 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 308 支，总发行量 3314.96 亿元，较上周增加了 778.16 亿元，总偿还量 2877.87 亿元，较上周增加了 206.18 亿元，净融资额为 437.09 亿元，较上周增加了 581.98 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、企业债和公司债的发行利率较上周均出现明显回升。其中，短融发行利率的上升幅度为 18.02BP，中票发行利率的下降幅度为 12.96BP，企业债发行利率的下降幅度为 37.37BP，公司债的发行利率的下降幅度为 16.77BP

银行间和交易所信用债合计成交 6204.85 亿元，总成交量较上周 3151.90 亿元大幅回升了 3052.95 亿元。分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2999.32 亿元、3033.05 亿元、49.87 亿元、122.61 亿元。

国债收益率：本周 1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期的国债到期收益率均呈下降趋势，其中 5 年期国债收益率的下降最为明显，降幅达到 15.57BP，整体而言国债到期收益率正在下降通道中。具体来看，截至 10 月 23 日，1 年期国债收益率为 2.6821%，较上周 2.6961%下降了 1.40BP。3 年期国债收益率为 2.9600%，较上周 3.0159%下降了 5.59BP。5 年期国债收益率为 3.0000%，较上周 3.1557%下降了 15.57BP。7 年期国债收益率为 3.2421%，较上周 3.2773%下降了 3.52BP。10 年期国债收益率为 3.1957%，较上

周 3.2202%下降了 2.45BP。

各类信用债收益率呈现：本周大多数期限与种类的信用债收益率呈现出下降趋势，3 年期中短期票据、5 年期城投债的到期收益率降幅最为明显。大多数期限和种类的信用债信用利差呈扩大趋势，仅 1 年期和 3 年期中短期票据、部分等级的 3 年期与 7 年期企业债城投债的信用利差有所缩窄。各信用债中，5 年期品种的信用利差扩张趋势最为显著。大多数期限及等级的信用债等级利差呈现出不变或上升趋势，但 5 年期的部分信用债等级利差出现了不同程度的下降。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据的周交易量相对高于企业债和公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、企业债和公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据企业债和公司债。

本周工业行业债券周交易量最大，达 3725.08 亿元。其次为材料、公用事业、能源、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 764.51 亿元、750.12 亿元、743.49 亿元、470.13 亿元、327.26 亿元和 241.42 亿元。其他行业债券交易量相对规模较小。

本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均有大幅明显的上升，净融资额仍处于负区间，但较上周有较大回升。其中，总发行量的主要下降动力来自于中期票据和公司债，但事实上短期融资券、中期票据、企业债和公司债的总发行量均有不同程度的上升；总偿还量的主要上升动力来自于企业债；净融资额的主要上升动力来自于公司债，短期融资券与中期票据的净融资额上升幅度相对有限，而企业债的净融资额则有所下滑。

本周一级市场发行量较上周继续回升，市场交易热情继续回暖。主要系十一假期节后形成的需求反弹，国庆假期的休市致使一级市场发行量出现大幅下滑，上周市场已经出现明显回暖的迹象，本周市场继续回归正常运行轨道。本周资金面平稳趋于均衡，央行投放流动性动作有所放缓，受节后反弹效应影响，本周企业发债意愿整体较强。预计在未来一段时间内，我国货币政策仍将维持“结构性宽信用+稳货币”的基调，为企业发债创造合理充裕的市场环境，引导投资者在一级市场中寻求优质资产，促进一级市场的交易情绪继续回暖。

从二级成交情况来看，本周信用利差整体表现出扩大态势，其中 5 年期品种的变动幅度最大，与同期限的国债收益率出现大幅下降有一定相关。整体而言，信用利差的扩大，说明市场避险情绪边际转强，风险偏好有所下降。

3. 可转债策略分析

本周可转债一级市场有 7 只可转债发行，总发行量为 99.77 亿元，较上周减少 96.01 亿元；没有可转债赎回；净融资额 99.77 亿元，较上周减少 95.25 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 19 家公司可转债有新进展，其中 3 家公司通过了董事会预案，6 家公司通过

请务必阅读正文之后的免责声明部分

了股东大会，8 家通过了发改委审核；2 家公司通过了证监会核准，分别为紫金矿业和洪城水业，行业属于黄金Ⅱ和水务Ⅱ，涉及发行规模分别为 60.00、18.00 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场显著回调，指数全面下行，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌 1.75%、1.53%、4.54%、2.82%；本周可转债指数有所走低，上证转债、深证转债、中证转债指数分别下跌 2.30%、0.48%、0.46%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数整体走低。除银行和汽车外，其余行业均下跌，医药生物、农林牧渔、建筑材料、国防军工、电气设备领跌，跌幅分别为 6.24%、5.84%、5.19%、4.60%、4.48%。银行和汽车分别上涨 2.19%、1.25%。

截至 2020 年 10 月 24 日，存量可转债共计 362 支，存量余额共计 4684.11 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化工、公用事业、交通运输、非银金融，该四个行业本周均呈下跌趋势。

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蓝盾转债、智能转债、万里转债、银河转债、起步转债债。当股票价格超过转换平价并且已经进入转股期的转债，理论上存在套利机会。本周位于套利区间的转债共计 14 支，较上周减少 6 只。

截至 10 月 24 日，转债纯债溢价率中位数为 31.51%，转股溢价率中位数为 17.09%，转股溢价率显著小于纯债溢价率，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 17,339.70 万股，其中拓邦转债本周转股数为 2,788.99 万股，占全部转股数的 16.08%。截至 10 月 24 日，东音转债、盛路转债、一心转债的累计转股比例分别为 98.83%、94.68%、91.52%。

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 2000 亿元，下周仍有 3200 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。我国三季度 GDP 同比增长 4.9%，前三季度同比增长 0.7%，增速由负转正，9 月经济数据表明制造业持续恢复，供需两端同步回升，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。

本周可转债波动异常剧烈，暴涨暴跌引监管介入。本周转债市场表现疯狂，22 日成交额突破千亿后，23 日突破 1900 亿元再创纪录，可能原因是近期股市跌宕起伏，游资寻觅新出口，而可转债市场没有涨跌幅幅限制、T+0 交易机制、规模不大容易拉升等特点获大量投机者青睐，大量资金涌入转债以致多只转债暴涨暴跌，炒作太疯狂引监管进入，证监会起草制定了《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》以整治转债乱象，《管理办法》提出加强风险监测，制定异常波动指标，异常波动时及时披露或采取临时停牌措施、制定相应管理

办法完善交易规则等等措施，以加强转债市场监管。

关于投资策略：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。可关注低估值绩优蓝筹股，以及地产后周期的汽车、家电等行业。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，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者的风险承受能力要求较高。投资者参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，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

短期美债收益率仍呈震荡局势，而长期美债收益率仍得以支撑；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，欧日央行是否跟进联储调框架，第二轮刺激法案通过与否决定，短期存在一定支撑；而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，高估值的美股则将在可见范围内持续震荡；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

4.2. 欧洲

从短期来看，受疫情反弹的影响，欧洲经济未来将有较大下行压力，从近期欧央行相关人员的发言来看，近期有采取宽松货币政策的可能性，对欧元造成贬值压力；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，欧美疫情持续恶化，冲击全球需求前景，同时利比亚国家石油公司恢复生产引发原油市场下跌。但俄罗斯表示不排除 OPEC+增产计划推迟的可能性这表明随着疫情对需求的再次打压，OPEC+可能在更长时间内限制产油量；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也将拖累油价上涨。

4.4. 黄金

短期来看，美元维持弱势，市场在消化了对美国财政刺激政策的良好预期后，美债收益率升至 6 月以来的最高水平，同时无协议脱欧预期升温，投资者将扩大黄金购入量以对冲无协议脱欧带来的损失；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维

持金价存在上探 10-15%的前期判断。

5. 风险提示

利率债：经济复苏远超预期，国际环境不稳定。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，国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。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。

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

