一周策略：国内经济稳中向好，国外形势充满变数（2020 年第 39 期）

2020 年 10 月 18 日

观点

- **利率债：**本周（10.12-10.18）央行公开市场净投放 2100 亿元，下周（10.19-10.25）央行公开市场有 1000 亿元逆回购到期。从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001 大多较上周表现分化。收益率方面，短端下行、长端上行。1 年期国开债收益率为 2.8381%，较上周下行 3.82BP。10 年期国开债收益率为 3.7646%，较上周上行 0.5BP。展望后期：自 10 月 12 日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。人民币汇率将继续保持弹性，市场预期稳定，保持人民币汇率在合理范围内稳定波动。目前市场价格呈现下行趋势，预计 CPI 将维持低位水平。当前债市的主要担忧在于经济增长超预期和政策的边际收紧，若后续经济数据持续表现低于预期，债市或呈现利好趋势，迎来转机。外资方面近期人民币兑美元汇率大幅升值，预期人民币升值将推升我国债市综合收益，进一步提高国内债市的吸引力。总的来看，国内需求恢复速度较缓，预期经济基本面对债市造成压力不大，在人民币升值预期下，债市有望吸引更多外资加速流入，债市机会重现，或存转机。

- **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有明显回升。国庆假期的休市致使一级市场发行量出现大幅下滑，本周市场回归正常运转，因此发行量出现明显回升也属于正常现象。从二级成交情况来看，本周信用利差整体表现出收窄态势，其中 3 年期品种的变动幅度最大，与同期限的国债收益率上行有一定相关；产业债信用利差的收窄力度略大于城投债。信用利差的收窄说明了市场避险情绪转弱，风险偏好有所上升。

- **可转债：**（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。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，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。（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）财政刺激缺位，美国消费者信贷数据承压：**由于关于财政刺激的谈判陷入僵局，特朗普提出关于为航空业和其他中小企业提出的 PPP 援助也被众议院议长否决，如果由于美国大选的不确定性导致财政空窗期过长，可能对居民部门资产负债表产生负面影响，从而对美国的银行系统形成压力，原因在于：（a）当前美国初次申请失业金数据显著承压，美国 10 月 10 日当周未经季调初次申请失业金人数 88.59 万人，可能对后续就业数据产生负面影响；（b）目前受益于系统性低利率，美国信用卡拖欠率已有抬升趋势，可能对商业银行运营产生压力；（c）鉴于美国当前疫情依然严重，多重不确定性使得财政刺激达成时间更加难以确定。**（2）外国投资者持有美国国债规模占总规模占比下降至 26.7%，为 2008 年以来最低，虽然持有规模仍处于上行通道。**当前环境下，欧债，日债成为了美债的有力竞争者。欧洲方面，在欧盟稳定机制（ESM）努力下，“欧洲复苏基金”达成一致，欧洲财政一体化进一步加速，欧盟成员国家债券和欧盟债券安全性进一步上升。在美国第三波新冠疫情的发酵之下，对安全资产以及避险需求的美国本土投资者和美联储有动机会进一步承接美债，预计未来外国投资者持有占比将会继续下降；**（3）大类资产表现：**美元、原油、日元走高；美利率债收益率走低、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：美＞英>日；债市：信用债>利率债；汇市：美元>日元>加元>法元>欧元>英镑；大宗：原油＞铜>比特币＞黄金>白银。

- **风险提示：**利率债：境外疫情蔓延加速，经济复苏进程存在不确定性。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 20201018：风险信息周报（2020.10.12 - 2020.10.18）》2020-10-17
2、《固收周报 20201017：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体下行，信用利差收窄》2020-10-17
3、《固收点评 20201015：9 月物价数据点评：CPI 涨幅回落，PPI 降幅有所扩大》2020-10-16
4、《固收点评 20201013：2020 年 9 月进出口数据点评—出口有望继续支撑，进口有望超预期》2020-10-14
5、《固收周报 20201012：债市净流入规模反弹，股市延续震荡——股债资金流向双周报（2020 年第四期）》2020-10-13

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 6
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 10
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（10.12-10.18）央行公开市场净投放 2100 亿元，周一有 400 亿元逆回购 14D 到期，周二有 1000 亿元逆回购 14D 到期，周三有 500 亿元逆回购 14D 到期，周四进行 500 亿元逆回购 7D 操作和 5000 亿元 MLF 操作，周五有 500 亿元逆回购 7D 到期，并有 2000 亿元 MLF 到期。下周（10.19-10.25）央行公开市场有 1000 亿元逆回购到期。

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		
10/12/2020						400								-400
10/13/2020						1000								-1000
10/14/2020						500								-500
10/15/2020					500				5000					5500
10/16/2020					500					2000				-1500
合计		0	0	0	1000	1900	0	0	5000	2000	0	0	0	-2100

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年 9 月 21 日，9 月 LPR 报价公布（改革后第十四次报价）：1 年期贷款市场报价利率(LPR)为 3.85%；5 年期贷款市场报价利率(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。自四月以来，LPR 报价已经连续 6 个月不变，符合我们的预期。原因在于：一、9 月以来 7 天逆回购利率保持在 2.2%，9 月 15 日央行开展 1 年期 MLF，中标利率 2.95%与上月持平。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 报价维稳符合预期。二、同时上周央行公开市场全口径净投放 2100 亿元，又因银行边际资金成本存在一定上行压力，银行下调 9 月 LPR 报价动力不足。综上，本次 LPR 1 年期和 5 年期报价均与上月持平符合预期。

成本降低方向不变，精准调控仍将继续。8 月生产显著回升，CPI 环比上涨 0.4%，受去年高基数影响，同比回落至 2.4%。9 月以来猪价小幅回落，蔬菜价格续升，我们预计，9 月 CPI 同比或继续回落至 1.9%，降成本仍是重点方向。同时 9 月 19 日人民银行副行长刘国强表示，央行将进一步完善政策措施，针对不同类型市场主体合理搭配政策

组合，更加精准地支持实体经济。同日，央行公布的《中国货币政策执行报告》增刊提到要有序推进 LPR 改革，完善货币政策调控和传导机制。随着复工复产的加快推进以及经济基本面的改善，央行货币政策会保持中性，更多地会采用价格型货币政策工具来调节流动性。因此预判年内不太可能出现“大放水”的现象。

有序推进贷款利率改革。8 月地产投资增速、销售增速均较 7 月份明显回升；新开工面积增速有所下滑。同时八月房价环比上升 0.5%，预计中央将引导利率维稳，对房价起到一定控制。另外，央行在“有序推进贷款市场报价利率改革”中表示，今年 7 月新发放贷款中利率低于原贷款基准利率 0.9 倍的贷款占比为去年的 4.4 倍。目前，新增贷款已主要参考 LPR 定价，随着存量贷款定价基准转换的完成，LPR 变动可影响到绝大部分贷款，货币政策的传导效率进一步提升，为未来贷款基准利率淡出、深化贷款利率市场化改革创造了有利条件。

深化利率市场化改革，贷款利率进一步降低。8 月 25 日，央行货币政策司司长孙国峰在国务院政策例行吹风会上指出，未来 LPR 的走势取决于宏观经济趋势、通货膨胀形势以及贷款市场供求等因素，具体要看报价行的市场化报价。随着 LPR 改革推动贷款利率下降的潜力进一步释放，预计后续企业贷款利率还会进一步下行。央行并称，下一步将着力深化 LPR 改革释放潜力，稳妥有序推进利率市场化改革。

1.2. 长短端收益率

收益率方面，短端下行、长端上行。1 年期国开债收益率为 2.8381%，较上周下行 3.82BP。10 年期国开债收益率为 3.7646%，较上周上行 0.5BP。展望后期：自 10 月 12 日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。人民币汇率将继续保持弹性，市场预期稳定，保持人民币汇率在合理均衡水平范围内稳定波动。目前市场价格呈现下行趋势，预计 CPI 将维持低位水平。当前债市的主要担忧在于经济增长超预期和政策的边际收紧，若后续经济数据持续表现低于预期，债市或呈现利好趋势，迎来转机。外资方面近期人民币兑美元汇率大幅升值，预期人民币升值将推升我国债市综合收益，进一步提高国内债市的吸引力。总的来看，国内需求恢复速度较缓，预期经济基本面对债市造成压力不大，另一方面，在人民币升值预期下，债市有望吸引更多外资加速流入，债市机会重现，或存转机。

1.3. 宏观数据及高频数据分析

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回落，截至 10 月 11 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 217.25 万平方米，较上周下跌 79.87 万平方米。其中一线城市成交 38.60 万平方米，二线城市成交 104.00 万平方米，三线城市成交 74.65 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 11 日，市场日均零售 6.35 万台，同比增速为 6.00%，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 9 日，螺纹钢价格较上周由 3800 元/吨上涨至 3808 元/吨，热轧板卷较上周由 3987 元/吨下跌至 3977 元/吨，圆钢价格较上周由 3806 元/吨上涨至 3839 元/吨，中板价格较上周由 4289 元/吨下跌至 4288 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.25%，螺纹钢指数上涨 0.34%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 596 元，比上周价格上行 1.52%；焦煤期货结算价 1332.5 元，比上周价格下行 3.15%。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 1.71%，铅价下跌 1.23%，铜价上涨 1.14%，

铝价上涨 2.08%。

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、9 月 27 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》。第二、10 月 9 日，国务院发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》。在《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》印发以来，我国上市公司数量显著增长、质量持续提升，在促进国民经济发展中的作用日益凸显。但也要看到，上市公司经营和治理不规范、发展质量不高等问题仍较突出，与建设现代化经济体系、推动经济高质量发展的要求还存在差距。同时，面对新冠肺炎疫情影响，上市公司生产经营和高质量发展面临新的考验。

1. 9 月 27 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进畜牧业高质量发展的意见》。畜牧业是关系国计民生的重要产业，肉蛋奶是百姓“菜篮子”的重要品种。近年来，我国畜牧业综合生产能力不断增强，在保障国家食物安全、繁荣农村经济、促进农牧民增收等方面发挥了重要作用，但也存在产业发展质量效益不高、支持保障体系不健全、抵御各种风险能力偏弱等突出问题。为促进畜牧业高质量发展、全面提升畜禽产品供应安全保障能力，经国务院同意，现提出如下意见。加强良种培育与推广。继续实施畜禽遗传改良计划和现代种业提升工程，健全产学研联合育种机制，重点开展白羽肉鸡育种攻关，推进瘦肉型猪本土化选育，加快牛羊专门化品种选育，逐步提高核心种源自给率。实施生猪良种补贴和牧区畜牧良种补贴，加快优良品种推广和应用。强化畜禽遗传资源保护，加强国家级和省级保种场、保护区、基因库建设，推动地方品种资源应保尽保、有序开发。健全饲草料供应体系。因地制宜推行粮改饲，增加青贮玉米种植，提高苜蓿、燕麦草等紧缺饲草自给率，开发利用杂交构树、饲料桑等新饲草资源。推进饲草料专业化生产，加强饲草料加工、流通、配送体系建设。促进秸秆等非粮饲料资源高效利用。建立健全饲料原料营养价值数据库，全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全高效饲料添加剂。调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代。提升畜牧业机械化水平。制定主要畜禽品种规模化养殖设施装备配套技术规范，推进养殖工艺与设施装备的集成配套。落实农机购置补贴政策，将养殖场（户）购置自动饲喂、环境控制、疫病防控、废弃物处理等农机装备按规定纳入补贴范围。遴选推介一批全程机械化养殖场和示范基地。提高饲草料和畜禽生产加工等关键环节设施装备自主研发能力。发展适度规模经营。因地制宜发展规模化养殖，引导养殖场（户）改造提升基础设施条件，扩大养殖规模，提升标准化养殖水平。加快养殖专业合作社和现代家庭牧场发展，鼓励其以产权、资金、劳动、技术、产品为纽带，开展合作和联合经营。鼓励畜禽养殖龙头企业发挥引领带动作用，与养殖专业合作社、家庭牧场紧密合作，通过统一生产、统一服务、统一营销、技术共享、品牌共创等方式，形成稳定的产业联合体。完善畜禽标准化饲养管理规程，开展畜禽养殖标准化示范创建。

扶持中小养殖户发展。加强对中小养殖户的指导帮扶，不得以行政手段强行清退。鼓励新型农业经营主体与中小养殖户建立利益联结机制，带动中小养殖户专业化生产，提升市场竞争力。加强基层畜牧兽医技术推广体系建设，健全社会化服务体系，培育壮大畜牧科技服务企业，为中小养殖户提供良种繁育、饲料营养、疫病检测诊断治疗、机械化生产、产品储运、废弃物资源化利用等实用科技服务。

2. 10 月 9 日，国务院发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》。在《国务院批转证监会关于提高上市公司质量意见的通知》印发以来，我国上市公司数量显著增长、质量持续提升，在促进国民经济发展中的作用日益凸显。但也要看到，上市公司经营和治理不规范、发展质量不高等问题仍较突出，与建设现代化经济体系、推动经济高质量发展的要求还存在差距。同时，面对新冠肺炎疫情影响，上市公司生产经营和高质量发展面临新的考验。为进一步提高上市公司质量，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高，为建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，促进经济高质量发展提供有力支撑。规范公司治理和内部控制。完善公司治理制度规则，明确控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员的职责界限和法律责任。控股股东、实际控制人要履行诚信义务，维护上市公司独立性，切实保障上市公司和投资者的合法权益。股东大会、董事会、监事会、经理层要依法合规运作，董事、监事和高级管理人员要忠实勤勉履职，充分发挥独立董事、监事会作用。建立董事会与投资者的良好沟通机制，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式。科学界定国有控股上市公司治理相关方的权责，健全具有中国特色的国有控股上市公司治理机制。严格执行上市公司内控制度，加快推行内控规范体系，提升内控有效性。强化上市公司治理底线要求，倡导最佳实践，加强治理状况信息披露，促进提升决策管理的科学性。开展公司治理专项行动，通过公司自查、现场检查、督促整改，切实提高公司治理水平。提升信息披露质量。以提升透明度为目标，优化规则体系，督促上市公司、股东及相关信息披露义务人真实、准确、完整、及时、公平披露信息。以投资者需求为导向，完善分行业信息披露标准，优化披露内容，增强信息披露针对性和有效性。严格执行企业会计准则，优化信息披露编报规则，提升财务信息质量。上市公司及其他信息披露义务人要充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，并做到简明清晰、通俗易懂。相关部门和机构要按照资本市场规则，支持、配合上市公司依法依规履行信息披露义务。支持优质企业上市。全面推行、分步实施证券发行注册制。优化发行上市标准，增强包容性。加强对拟上市企业的培育和辅导，提升拟上市企业规范化水平。鼓励和支持混合所有制改革试点企业上市。发挥股权投资机构在促进公司优化治理、创新创业、产业升级等方面的积极作用。大力发展创业投资，培育科技型、创新型企业，支持制造业单项冠军、专精特新“小巨人”等企业发展壮大。发挥全国中小企业股份转让系统、区域性股权市场和产权交易市场在培育企业上市中的积极作用。

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 15 日，中共中央政治局常委、国务院总理李克强在北京人民大会堂出席 2020 年全国大众创业万众创新活动周，发表重要讲话，并宣布活动周正式启动。李克强指出，近年来，面对错综复杂的国内外形势，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我们持续深化改革开放，深入实施创新驱动发展战略，广泛开展双创，收到了显著成效。双创催生了量大面广的市场主体，创造了大量就业岗位。李克强强调，创业创新是国家赢得未来的基础和关键。两位创业创新代表发了言。李克强还通过视频巡视双创企业，对丰谷源公司创新农业发展模式助力精准脱贫、三个阿姨公司发展智慧家政带动十几万人就业、南科新材公司开发防护产品支持抗疫予以肯定，勉励他们创新产品和服务，满足市场需求，国家会进一步研究政策支持初创企业。

第二、10 月 16 日，商务部有关负责人谈 2020 年 1-9 月我国对外投资合作情况。2020 年 1－9 月，我国对外非金融类直接投资 5515.1 亿元人民币（折合 788.8 亿美元），同比下降 0.6%，降幅有所收窄。对外承包工程新签合同额 10504.3 亿元人民币（折合 1502.4 亿美元），同比增长 4.5%；完成营业额 6381.3 亿元人民币（折合 912.7 亿美元），同比下降 8.8%。对外劳务合作派出各类劳务人员 20.8 万人，9 月末在外各类劳务人员 63.5 万人。主要呈现以下特点：一是对“一带一路”沿线国家投资合作稳步推进。二是地方企业对外投资增长较快。三是部分领域对外投资增长明显。四是对外承包工程新签大项目较多。五是部分行业对外承包工程走势良好。

第三、10 月 16 日，国家发展改革委发布《中国营商环境报告 2020》。这是我国营商环境评价领域首部国家报告，将促进各方交流互鉴，推广典型经验做法，以更好营商环境积极应对风险挑战，助力经济高质量发展。前，中国营商环境评价已实现对 31 个省（区、市）全覆盖，全国累计已有 98 个城市参与中国营商环境评价。各参评城市聚焦市场主体反映集中的流程繁、时间长、材料多、收费高等突出问题，对标国内国际先进水平，开展了大量卓有成效的实践探索。报告系统梳理了 2019 年我国优化营商环境的成效与亮点和 2020 年前景展望，汇聚了参评城市一大批实践证明行之有效、人民群众满意、市场主体支持的改革举措和典型经验。

2. 信用债策略分析

本周（10 月 12 日-10 月 18 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 236 支，总发行量 2546.47 亿元，较上周增加了 1869.26 亿元，总偿还量 2686.85 亿元，较上周增加了 1398.71 亿元，净融资额为-140.38 亿元，较上周增加了 470.55 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，短融的发行利率较上周均有明显回升，中票、企业债和公司债的发行利率较上周有不同程度的下降。其中，短融发行利率的上升幅度为 44.05BP，中票发行利率的下降幅度为 87.08BP，企业债发

行利率的下降幅度为 155.82BP，公司债的发行利率的下降幅度为 67.51BP。

银行间和交易所信用债合计成交 3151.90 亿元，总成交量较上周 33.51 亿元大幅回升了 3118.39 亿元。分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1339.37 亿元、1421.49 亿元、256.61 亿元、134.43 亿元。

国债收益率：本周 1 年期国债到期收益率呈下降趋势，3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期的国债到期收益率均呈上升趋势，其中 3 年期国债收益率的升幅较大，整体而言国债到期收益率正在上升通道中。具体来看，截至 10 月 16 日，1 年期国债收益率为 2.6961%，较上周 2.7017%下降了 0.56BP。3 年期国债收益率为 3.0159%，较上周 2.9897%上升了 2.62BP。5 年期国债收益率为 3.1557%，较上周 3.1147%上升了 4.10BP。7 年期国债收益率为 3.2619%，较上周 3.2773%上升了 1.54BP。10 年期国债收益率为 3.2202%，较上周 3.1873%上升了 3.29BP。

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 年期企业债个 3 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缩小趋势，仅 1 年期中短期票据、部分等级的 7 年期企业债和 7 年期城投债的信用利差有所扩大。大多数期限及等级的信用债等级利差呈现出不变或下降趋势，但 3 年期的各信用债以及 7 年期的城投债等级利差出现不同程度的上升。

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 1582.70 亿元。其次为能源、公用事业、材料、房地产、金融和可选消费，周交易量分别为 350.47 亿元 338.52 亿元、315.32 亿元、175.10 亿元、161.63 亿元和 101.07 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短期融资券，但事实上中期票据、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同样来自于短期融资券，但事实上中期票据、企业债和公司债的总偿还量也都出现不同程度的上升；净融资额的主要上升动力来自于公司债，企业债的净融资额上升幅度相对有限，短期融资券和中期票据的净融资额则出现不同程度的下降。

本周一级市场发行量较上周有明显回升。主要系上周为十一假期，国庆假期的休市致使一级市场发行量出现大幅下滑，本周市场回归正常运转，因此发行量出现明显回升也属于正常现象。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收窄态势，其中 3 年期品种的变动幅度最大，与同期限的国债收益率上行有一定相关；产业债信用利差的收窄力度略大于城投债。但整体而言，信用利差的收窄说明了市场避险情绪转弱，风险偏好有所上升。

3. 可转债策略分析

本周可转债一级市场有 5 支可转债发行，总发行量为 195.78 亿元，较上周增加 176.98 亿元；有 3 只可转债赎回，为到期赎回，总赎回量为 1.52 亿元，较上周增长 1.52 亿元；净融资额 175.46 亿元，较上周增加 175.46 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 25 家公司可转债有新进展，其中 4 家公司通过了董事会预案，9 家公司通过了股东大会，6 家通过了发改委审核；6 家公司通过了证监会核准，分别为贝斯特、TCL 科技、永冠新材、伟明环保、隆利科技、翼东水泥，行业属于汽车零部件Ⅱ、光学光电子、化学制品、环保工程及服务Ⅱ、光学光电子、水泥制造Ⅱ，涉及发行规模分别为 6.00、6.00、5.20、12.00、3.25、28.20 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场继续上行，指数全面上涨，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上涨 1.96%、2.36%、1.93%、1.51%；本周可转债指数小幅走高，上证转债、深证转债、中证转债指数分别上涨 0.97%、1.78%、1.15%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数整体走高。纺织服装、银行、采掘、医药生物、化工领涨，涨幅分别为 7.68%、6.16%、3.77%、3.23%、3.19%。仅休闲服务、电子、房地产下跌，跌幅为 1.80%、1.27%、0.12%。

截至 2020 年 10 月 17 日，存量可转债共计 357 支，存量余额共计 4646.97 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上涨趋势。

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万里转债、应急转债、福莱转债、航新转债、振德转债。

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 20 支，较上周增加 3 只。

截至 10 月 17 日，转债纯债溢价率中位数为 32.94%，转股溢价率中位数为 11.72%，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 169,503.70 万股，其中光大转债本周转股数为 154,255.32 万股，占全部转股数的 91.00%。截至 10 月 17 日，盛路转债、广电转债、东音转债累计转股比例分别为 94.68%、91.12%、90.30%。

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 2100 亿元，下周仍有 1000 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。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。

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，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，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。

4.2. 欧洲

短期来看，欧元区复苏态势放缓，避险情绪推高了美元，欧元的多头趋势或短暂停止，尽管 1.17 欧元/美元的支撑位仍然较强，投资者仍需保持谨慎；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，尽管市场对美国财政刺激方案信心降低、新冠疫情反弹给市场蒙上阴影，但上周原油库存下降以及 OPEC+承诺遵守减产协议的新迹象令油价得到支撑；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，美债正经历全球性抛售，同时美国财政刺激方案落地可能性走低、新冠病毒病例激增以及市场对美国大选的消极情绪使得黄金期货市场呈现出窄幅震荡的状态；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：境外疫情蔓延加速，经济复苏进程存在不确定性。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

