一周策略：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变（2020 年第 35 期）

2020 年 09 月 13 日

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

观点

- **专题：写在电视辩论之前 | 2020 通往白宫之路系列⑦：**特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段。尽管美国疫情仍尚未得到有效遏制，依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9-10 月大选将进入电视辩论阶段，电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

- **利率债：**1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周上行 0.79BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周上行 1.18BP。展望后期：8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动。建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2% 意味着未来货币政策有可能收紧，未来仍需进一步跟踪该项指标。十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态建议关注 10 月底政治局会议。

- **信用债：**一级市场的总发行量和总偿还量均有小幅增长，净融资额为正，但数值较上周有明显回落。其中，总发行量和总偿还量的主要上升动力以及净融资额的主要下降动力均来自于短期融资券，因此短期融资券是本周一级市场交易的主导力量。

- **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 2300 亿元，下周仍有 8700 亿元资金到期，整体来看货币政策维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明库存压力减小，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。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，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。龙头券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值主题，关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

- **海外宏观：**（1）拜登在摇摆州保持领先优势，电视辩论即将拉开帷幕：（a）在关键的摇摆州如宾夕法尼亚州和佛罗里达州，9 月 4 日-6 日的民调中拜登对特朗普的领先优势缩窄到 4%以内，但是在北卡罗莱纳州拜登重新取得领先；（b）9 月 29 日将开始本次大选的第一次电视辩论，由于 2016 年电视辩论后特朗普的支持率上升，9 月电视辩论后拜登的选情有进一步承压的可能；（2）美股美债波动率长周期来看存“共振”，“新”变化来自震荡中枢相向而行：（a）VIX 及 MOVE 两者存在“共振”关系；（b）从趋势上看，VIX 相比较疫情发酵前出现震荡中枢抬升的趋向，而 MOVE 震荡中枢则出现下行倾向；（c）联储前期调整货币政策框架意味着次贷危机后的低通胀时期将获得弥补，蕴含将压低实际收益率水平的希望寄托在抬升通胀预期而非进一步压低名义收益率下行至负区间的逻辑，这意味着美债名义收益率大概率将维持小幅震荡格局；而美股当前散户利用纾困金或透支养老金入场的比例在增加，美股估值的价值增量部分存在较大的不透明感；（3）大类资产表现：黄金、美元、欧元、瑞士法郎走高；美利率债收益率、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。股市：英>日>美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>欧元>日元>人民币>加元>英镑；大宗：比特币>黄金>白银>铜>原油。

- **风险提示：**利率债：货币政策超预期收紧；经济超预期恢复。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。

相关研究

1、【东吴固收李勇·一周策略】宏观政策边际收紧，经济延续复苏态势（2020 年第 34 期）
2、【东吴固收李勇·一周策略】宏观政策保持灵活适度，新基建及六稳六保工作持续推进（2020 年第 33 期）
3、【东吴固收李勇·一周策略】国内经济持续走强，国际局势日趋复杂（2020 年第 32 期）
4、【东吴固收李勇·一周策略】政策引导经济表现持续向好，国际形势仍存不确定性（2020 年第 31 期）
5、【东吴固收李勇·一周策略】货币政策稳健适度，国际局势日趋复杂（2020 年第 30 期）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 专题：写在电视辩论之前 |2020 通往白宫之路系列⑦ 3
2. 利率债策略分析 4
2.1. 公开市场操作以及资金流动性 4
2.2. 长短端收益率 5
2.3. 宏观数据及高频数据分析 6
2.4. 周内政策梳理及分析 7
2.5. 下周关注的因素及策略 9
3. 信用债策略分析 10
4. 可转债策略分析 11
5. 海外策略分析 12
5.1. 美国 12
5.2. 欧洲 12
5.3. 原油 13
5.4. 黄金 13
6. 风险提示 13

图表目录

表 1：本周公开市场操作（单位：亿元） 5

1. 专题：写在电视辩论之前 |2020 通往白宫之路系列⑦

事件：

特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段：尽管美国国内疫情仍尚未得到有效遏制，同时依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，因此特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9 月至 10 月大选将进入电视辩论阶段，由于电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

点评：

在经历了疫情，失业和示威的冲击后，特朗普的支持率一度跌落至 38%的任内低位。随着意外事件对民众的影响逐步消退，特朗普的支持率重新企稳，并出现小幅反弹。9 月大选将进入电视辩论阶段，鉴于电视辩论后民众对于总统候选人的支持率可能会对最终结果有较好的预示作用。在 2016 年大选中特朗普在电视辩论中表现也相对较好，因此尽管目前特朗普的支持率低于拜登，但特朗普仍有相当的连任机会。

在诸多意外事件的冲击下，特朗普支持率保持坚挺的原因可能在于尽管疫情使得美国的失业率上升，但是失业对于美国不同族裔和年龄的民众冲击不同，关于疫情和失业的影响可以参考我们的另一篇报告《当下疫情和失业多大程度影响特朗普选情——2020 通往白宫之路系列》。同时，疫情爆发后，美联储迅速采取众多宽松政策稳定市场，同时国会出台的援助政策使得民众对于财富的减少可能缺乏切身感知。从 8 月民调的结果看，仍有相当的民众认为当前自己比四年前的处境更好。尽管这一比例与三月相比略有下降，但历史投票率较高的 65 岁以上群体中，认为现在更好的比例仍占 49%。

此外，从民调结果看，特朗普的支持者可能更加忠诚，有相当比重拜登的支持者的目的为反对特朗普，由于并非出自对于拜登的支持，这部分人最终是否会出席投票存疑，可能对最终选举结果产生影响。

8 月 11 日，拜登正式提名联邦参议员哈里斯为民主党副总统候选人。如果拜登最终胜选，哈里斯会成为美国历史上首位女性副总统。鉴于美国关于种族问题的示威引起很大反响，因此拜登选择身为少数族裔的哈里斯作为其竞选搭档并不意外，但是这可能对其本身的竞选并无实质帮助。

从民调结果看，哈里斯的支持人群主要为高学历，高收入和少数族裔人群，这些人群本身就并非特朗普的主要支持者，因此哈里斯的支持人群和拜登的存在重合，对于中间选民的吸引力有限。此外，由于无论拜登还是特朗普胜选，获胜者都将成为美国历史上最年长的总统，因此如果拜登胜选，但在未来 4 年由于身体健康原因无法完成工作，哈里斯存在成为美国第一位女性总统的机会，而并非所有民众都做好这样的心理准备，这也影响了哈里斯的支持率。此外，哈里斯曾参与民主党初选，但其在 2019 年 12 月退

请务必阅读正文之后的免责声明部分

出初选。从 2019 年初选前的民调看，其在民主党内的支持率也偏低，支持者本身就明显少于当时的三位主要竞争者，拜登，桑德斯和沃伦。

与 7 月相比，拜登在主要摇摆州对特朗普的领先出现小幅下降，也印证了哈里斯并未促进民众对拜登的支持。尽管拜登当前在主要摇摆州仍保持 5%以上的领先优势，但如果在接下来的电视辩论阶段其无法巩固优势，在摇摆州的支持率依然有下降的风险。

随着大选步入电视辩论阶段，拜登和特朗普双方将会不可避免的对涉外政策进行阐述。而近期美国加紧对华为的限制引发市场对于中美关系是否会进一步恶化的担忧。但是从历史来看，大选年份的中美地缘政治风险指数往往呈现回落趋势，这可能是由于两党有关言论仅限于口头上的陈述，并未采取具体的措施。2020 年至今，中美地缘政治风险指数也呈现“倒 U 型”走势，在特朗普取消香港特殊关税地位但并未取消第一阶段贸易协议后，风险指数一路走低。根据历史经验，预计在今年接下来的时间显著上升的可能性不大。

但是，无可否认的是，当前中美关系存在高度不确定，无论民主党还是共和党执政，中美地缘政治风险都存在升温的可能，电视辩论体现的政策倾向未必会在短期产生直接影响，但可能在随后 1-2 年产生重大影响。如 2008 年，关于中国，奥巴马的竞争对手约翰·麦凯恩曾提出自由贸易是至关重要的，而奥巴马则并不完全认同，在其就任 3 年后便提出“亚太再平衡”战略。同样特朗普在 2016 年电视辩论中表现出了排外主义和制造业回流倾向，其任内便开始修筑墨西哥边境墙和发动贸易战。中美地缘政治风险自 2018 年升温。因此本次电视辩论中双方候选人的涉外言论可能在今年对资本市场情绪的冲击有限，会或将为今后的矛盾埋下伏线。

2. 利率债策略分析

2.1. 公开市场操作以及资金流动性

本周（9.07-9.13）央行公开市场净投放 2300 亿元，周一进行 1000 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿元逆回购 7D 和 600 亿元逆回购 14D 到期，周二进行 1700 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿元逆回购 7D 和 500 亿元逆回购 14D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 1400 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 900 亿元逆回购 7D 操作，并有 1000 亿元逆回购 7D 到期。下周（9.14-9.20）央行公开市场有 6200 亿元逆回购 7D 和 2000 亿元 MLF 到期（不含国库券）。

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		
9/07/2020	1000				200	600								200
9/08/2020	1700				200	500								1000
9/09/2020	1200				200									1000
9/10/2020	1400				1200									200
9/11/2020	900				1000									-100
合计	6200	0	0	0	2800	1100	0	0	0	0	0	0	0	2300

数据来源：Wind，东吴证券研究所

回顾央行 8 月公开市场操作情况：8 月第一周央行投放 100 亿逆回购，同时有 2800 亿元逆回购到期，累计净回笼 2700 亿元。第二周央行投放 5000 亿逆回购，同时有 100 亿元逆回购和 4000 亿元 MLF 到期，累计净投放 900 亿元。第三周央行投放 6600 亿元逆回购和 7000 亿元 MLF，同时有 5000 亿元逆回购到期，累计净投放 8600 亿元。第四周央行投放 8100 亿元逆回购，同时有 6100 亿元逆回购和 1500 亿元 MLF 到期，累计净投放 500 亿元。第五周（8 月 31 日）央行投放 200 亿元逆回购，同时有 1000 亿元逆回购到期，累计净回笼 800 亿元。整体来看，8 月净投放 6500 亿元。

展望后期：我们判断 9 月央行货币政策会更加灵活适度精准导向。2020 年 8 月 6 日，央行发布第二季度中国货币政策执行报告，与第一季度货币政策执行报告相比，呈现以下几方面的变化。首先从对国内经济形势的判断而言，已经从第一季度报告中的经济面临前所未有挑战变化为经济增长表现出强烈韧性。其次从流动性管理来看，第一季度果断投放短期流动性，公开市场操作中标利率下行，而随着疫情冲击逐渐退散，第二季度执行报告中强调保持流动性合理充裕，公开市场操作利率保持稳定。最后在对未来政策展望部分，新增了“精准导向”的表述，强调结构性货币政策工具的完善，在 8 月 3 日召开的下半年工作电视会议中也表明要重点落实好 1 万亿再贷款再贴现政策和两项直达工具。

2.2. 长短端收益率

收益率方面，长短端均上行。1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周上行 0.79BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周上行 1.18BP。展望后期：从基本面来看，8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。从政策方面来看，9 月 10 日，银保监会普惠金融部一级巡视员毛红军在人民银行举行的“金融支持保市场主体”系列新闻发布会上表示银保监会将出台一系列金融惠

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企的保障措施，指导银行精准加大信贷投放；同时畅通政策利率传导渠道，将阶段性纾困与长效机制建设相结合。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动，人民银行的货币政策走势很大程度上影响未来利率变动。以前经验来看，往往在货币政策收紧前期会伴随着基础货币的收紧，建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2% 意味着未来货币政策有可能收紧，从本周来看 DR007 利率出现回落，近一个月政策发生转向的可能性较小，未来仍需进一步跟踪该项指标。我们认为十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态建议关注 10 月底政治局会议。

2.3. 宏观数据及高频数据分析

宏观数据方面：中国 8 月外汇储备 31646.09 亿美元，前值 31543.91 亿美元，环比增加 102.18 亿美元，上月为环比上升 420.63 亿美元。中国 8 月末外汇储备为 22303.06 亿 SDR，前值 22322.99 亿 SDR，环比下降。8 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。美元指数小幅下跌，汇率折算因素偏正。8 月非美元货币相对美元总体上涨，美元指数呈下降趋势。8 月美元指数小幅下跌，由 7 月末的 93.48 下跌 4.00%至 8 月底的 92.82，英镑对美元升值 1.47%，欧元对美元升值 0.53%，美元兑日元较 7 月末上升 0.40%。8 月人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑美元中间价从 7 月末的 6.9848 升值到 8 月末的 6.8605。整体来看，受主要经济体的货币政策预期和宏观经济数据影响，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。美日欧英收益上行，债券估值因素为负。8 月外汇储备的投资资产美日欧英国债收益率上行，债券估值变动对当月外汇储备规模为负向作用。8 月，美国 10 年期国债收益率由 0.55%升至 0.72%，上行 17.00BP，英国国债收益率上行 20.61BP，日本国债收益率上行 3.80BP，欧元区公债收益率上行 12.27BP。主要国家资产价格整体有所下降，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率上涨，英债、日债和欧元区公债收益率同样呈上升趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，6 月份中国减持美国国债 93 亿美元，所持美国国债规模达 1.07 万亿美元，是美国第二大债权国。日本增持美国国债 9 亿美元，至 1.26 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。汇率波动升值，未来走势不明。未来人民币兑美元汇率走势仍然不明朗，一方面，中美短端和长端的高利差将提升人民币资产的吸引力，大量资本的流入将助推人民币升值。同时，今年二季度以来中国的出口增速处于超预期的状态，通过贬值来进一步提升出口的需求降低。但是从另一方面来看，中美关系目前仍处于紧张状态，在美国大选落地之前恐难缓解。同时，美元指数前期快速下行，加之欧洲疫情反复对于经济恢复的影响，美元指数后期或进入震荡阶段。

2020 年 9 月 7 日，海关总署公布了 8 月进出口数据。按美元计，我国 8 月进口同比下降 2.10%；8 月出口同比增长 9.50%；8 月贸易帐 589.30 亿美元。按人民币计，我国 8 月进口同比下降 0.50%，1-8 月同比下降 2.30%；8 月出口同比增长 11.60%，1-8 月同比增长 0.80%，8 月贸易帐 4165.90 亿元。民营企业进出口增长是拉动我国外贸向好的重

要原因，随着疫情的逐步控制以及复工复产的推进，中国出口日益修复，但是不排除之后因中美关系恶化及美国采取遏制手段给中国外贸带来的风险。出口方面：出口增速上行，基数、环境、政策合力。8 月以美元口径计量的出口增速收于 9.50%，增速较上月有所上行。8 月出口超预期增长的原因主要有三：第一、去年 8 月出口基数偏低，基数较低助力出口进一步回升。第二、8 月份内外部环境均有所好转，国内供需循环逐步改善，外部环境来看，美国、欧洲等国 PMI 均有所回升，外需回暖有助于出口增长。第三、稳外贸政策持续发力，出口总体向好。8 月 17 日，海关总署署长倪岳峰主持召开海关总署第三十次形势分析及工作督查例会，会议强调通过加大 AEO 国际互认力度、优化技术贸易措施咨询服务、扩大进口等措施，积极帮助企业开拓国际市场，着力稳住国际出口市场份额，保障国内产业链、供应链畅通循环，在推动形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局中充分发挥海关作用。此外，会议还提出支持外贸企业出口转内销，更好利用国际国内两个市场、两种资源，实现强劲可持续发展。后续我们应持续关注海外疫情走势和各国经济恢复情况对出口的影响。进口方面：基数较高、大宗商品价格下跌拖累进口增速。8 月以美元计算进口增速由 7 月的-1.40%小幅回落至-2.10%，进口增速不及预期。进口增速有所下行的原因主要有二：第一、去年 8 月基数相对较高，较高基数使得进口增速下降。第二、大宗商品价格下跌拖累进口增速，使得本月进口增速略低于上月，铁矿砂、原油、煤、天然气和大豆等商品进口量增价跌，大宗商品价格同比出现大幅下跌。

高频数据：上周商品房整体表现有所回落，汽车表现有所上升，煤炭价格表现分化。上周商品房成交面积有所回落，截至 9 月 6 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 398.53 万平方米，较上周减少 29.06 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速上升。截至 9 月 6 日，市场日均零售 3.03 万台，同比增速为 6.00%，较前值有所上升。本周主要钢材价格下跌，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均回落。本周较上周动力煤价格上行，焦煤价格下行。截至 9 月 10 日，有色金属各品种价格涨跌互现。分品种来看，相比上周，锌价下跌 4.18%，铅价下跌 2.94%，铜价上升 1.22%，铝价上升 0.11%。

2.4. 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、国务院总理李克强 9 月 9 日主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施，促进经济恢复性增长等。第二、国家主席习近平 9 月 9 日下午主持召开中央财经委员会第八次会议，研究畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题，研究党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况。

1. 中国国务院总理李克强 9 月 9 日主持召开国务院常务会议，确定支持新业态新模式加快发展带动新型消费的措施，促进经济恢复性增长；部署加快医学教育创新发展，为维护人民健康提供人才保障。会议指出，消费是经济发展的重要引擎。今年消费因疫情受到较大冲击，成为经济恢复的薄弱环节。基于网络数字技术的新业态新模式，支撑

了新型消费逆势快速发展，且潜力巨大。要打通制约经济增长的消费堵点，鼓励市场主体加快创新，更大释放内需，增强经济恢复性增长动力。一要推动新型消费扩容提质。创新无接触消费模式。推广在线开放课程、互联网诊疗等服务。促进健身、旅游等线上线下融合。探索智慧超市等新零售。加强农商互联农产品供应链建设。二要加快新型消费基础设施建设。推动 5G 网络、物联网等优先覆盖核心商圈、产业园区、交通枢纽，建设千兆城市，加快农村商贸流通数字化升级，推进智能快件箱等终端建设共享。安全有序推进消费数据商用。三要制定促进新业态新模式带动新型消费的税收政策，鼓励金融机构创新措施降低移动支付费用成本。促进新业态新模式从业人员参加社会保险，强化灵活就业劳动保障，支持企业开展“共享用工”。四要深入推进“放管服”改革，简化相关证照办理。深化包容审慎监管，健全用户权益保护、产品追溯等机制，依法打击侵权假冒、坑蒙拐骗、泄露隐私等行为，营造安心放心诚信的消费环境。五要更好发挥传统消费主体作用，增强新型消费带动力。支持实体商业发展线上业务。推动互联网平台企业向线下拓展。鼓励企业通过网络促销扩大影响，带动实地消费。我国医护人才总量、结构都还不适应健康中国建设需要。此次疫情更加显现出公共卫生、重症救治和护理等方面人才不足。要加大医学教育改革创新力度，增强医护人才保障。一要优化医护人才培养结构。加快培养防治结合的全科医学人才，医学院校要普遍开展面向全体医学生的全科医学教育，逐步扩大服务基层的定向免费全科医学生培养规模，中央财政继续支持为中西部乡镇卫生院培养本科定向医学生。扩大麻醉、感染、重症、儿科研究生招生规模。高度重视护理人才培养，大力发展高职护理教育，增强一线护理力量。加快高水平公共卫生人才培养，深化医学院校与疾控中心、传染病医院的医教研合作。提高中医药专业教学中经典课程比重。二要提升医学人才培养质量。建立临床实践保障机制，加强高校附属医院临床教学职能，推进医学生早临床多临床反复临床。建立中医药跟师临床学习制度。开展以能力为导向的考试评价改革，推进突出临床实践的职称评定。三要围绕提升临床实践能力健全住院医师规范化培训制度，对经住院医师培训合格的本科学历临床医师，在岗位聘用、职称晋升等方面与相关专业硕士研究生同等对待。

2.国家主席习近平 9 月 9 日下午主持召开中央财经委员会第八次会议，研究畅通国民经济循环和现代流通体系建设问题，研究党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况。习近平在会上发表重要讲话强调，流通体系在国民经济中发挥着基础性作用，构建新发展格局，必须把建设现代流通体系作为一项重要战略任务来抓。要贯彻新发展理念，推动高质量发展，深化供给侧结构性改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，统筹推进现代流通体系硬件和软件建设，发展流通新技术新业态新模式，完善流通领域制度规范和标准，培育壮大具有国际竞争力的现代物流企业，为构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局提供有力支撑。会议听取了国家发展改革委、交通运输部、商务部、中国人民银行关于畅通国民经济循环和现代流通体系建设的汇报，听取了国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、中国人民银行等部门关于党的十九大以来中央财经委员会会议决策部署落实情况的汇报。会议指出，建设现代流通体系对构建新发展格局具有重要

意义。在社会再生产过程中，流通效率和生产效率同等重要，是提高国民经济总体运行效率的重要方面。高效流通体系能够在更大范围把生产和消费联系起来，扩大交易范围，推动分工深化，提高生产效率，促进财富创造。国内循环和国际循环都离不开高效的现代流通体系。会议强调，党的十八大以来，我国流通体系建设取得明显进展，国家骨干流通网络逐步健全，流通领域新业态新模式不断涌现，全国统一大市场加快建设，商品和要素流通制度环境显著改善。在抗击新冠肺炎疫情过程中，流通业发挥了重要作用。同时，我国流通体系现代化程度仍然不高，还存在不少堵点亟待打通。会议指出，要加快完善国内统一大市场，形成供需互促、产销并进的良性循环，塑造市场化、法治化、国际化营商环境，强化竞争政策作用。要建设现代综合运输体系，形成统一开放的交通运输市场，优化完善综合运输通道布局，加强高铁货运和国际航空货运能力建设，加快形成内外联通、安全高效的物流网络。要完善现代商贸流通体系，培育一批具有全球竞争力的现代流通企业，推进数字化、智能化改造和跨界融合，加强标准化建设和绿色发展，支持关系居民日常生活的商贸流通设施改造升级、健康发展。要完善社会信用体系，加快建设重要产品追溯体系，建立健全以信用为基础的新型监管机制。要强化支付结算等金融基础设施建设，深化金融供给侧结构性改革，提供更多直达各流通环节经营主体的金融产品。要认真研究应对新冠肺炎疫情的经验，加快建立储备充足、反应迅速、抗冲击能力强的应急物流体系。会议强调，党的十九大以来，中央财经委员会作出一系列重大决策部署，各部门认真贯彻落实，出台许多政策举措，成效是显著的。当前，我国发展的国内外环境复杂严峻，很多问题必须从长远角度、战略高度来谋划和推动解决。中央财经委员会会议研究决策的很多事项都是关系国家经济社会发展的长期性、战略性大事。要加强党中央对经济工作的集中统一领导，增强抓落实的主动性和自觉性，更好落实党中央作出的重大决策部署。会议指出，做到“两个维护”关键要体现在行动上，要增强宗旨意识，树立正确政绩观，从讲政治的高度抓落实。抓落实重在实效，关键看有没有实现制定政策时的目标。要把党中央作出的重大决策及时转化为具体政策和法规，加强部门间协调配合，增强战略一致性。要设立工作台账，及时对账，完善评估机制，抓好重大决策落实情况的督促检查。

2.5. 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、商务部发言人高峰在 9 月 10 日举行的网上例行新闻发布会上表示，第 128 届中国进出口商品交易会（简称“广交会”）将于 10 月 15-24 日在网上举办，展期 10 天。高峰说，继续在网上举办广交会，有利于进一步发挥广交会全方位对外开放平台作用，有利于在常态化疫情防控下推动对外贸易稳定健康发展，有利于畅通外贸产业链、供应链。第二、商务部副部长王受文 9 月 8 日在出席“云上投洽会”上线仪式时表示，商务部正加快推进修订鼓励外商投资产业目录的相关工作，将大幅增加鼓励的条目，支持更多外资企业享受到相关的优惠政策。商务部将继续落实好外资准入负面清单，扩大鼓励外商投资的范围，让更多外资企业分享中国市场、中国机遇。同时将进一步建立健全外商投资服务体系，帮助解决外资企业运行中的困难和问

请务必阅读正文之后的免责声明部分

题，切实落实好外商投资法及其配套的规定，营造稳定、公平、透明、可预期的营商环境。第三、国家卫生健康委员会规划司司长毛群安表示目前全民健康信息化建设取得了积极进展与成效，下一步将强化全民健康信息的一体化建设，会同有关部门加快完善传染病疫情和突发公共卫生事件监测系统。在强化全民健康信息的一体化建设方面还将推动国家级和省级传染病多渠道监测预警一体化平台建设，创新医防协同机制，建立智慧化预警多点触发机制，健全多渠道监测预警机制。将以“互联网+医疗健康”为抓手，推进智慧医疗和智慧医院建设。同时以新发展理念为引领，以技术驱动为创新，加快推进卫生健康行业 5G 网络、大数据中心、人工智能等新型基础设施建设，不断夯实全民健康信息化发展的基础。

3. 信用债策略分析

本周（9 月 6 日-9 月 13 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 178 支，总发行量 1901.84 亿元，较上周增加了 224.14 亿元，总偿还量 1873.04 亿元，较上周增加了 454.53 亿元，净融资额 28.80 亿元，较上周减少了 230.40 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、中票和公司债的发行利率较上周有所下滑，企业债的发行利率较上周小幅上升。短融发行利率的下降幅度为 34.36BP，中票发行利率的下降幅度为 46.05BP，企业债发行利率的上升幅度为 25.92BP，公司债的发行利率的下降幅度为 7.64BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4820.44 亿元，总成交量较上周 3903.84 亿元增加了 916.60 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2072.00 亿元、2369.75 亿元、260.66 亿元、118.03 亿元。

国债收益率：本周各期限的国债到期收益率均呈上升趋势。具体来看，截至 9 月 11 日，1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周 2.5885%上升了 0.79BP。3 年期国债收益率为 2.9092%，较上周 2.9871%下降了 7.79BP。5 年期国债收益率为 3.0371%，较上周 3.1008%下降了 6.37BP。7 年期国债收益率为 3.1886%，较上周 3.2082%下降了 1.96BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周 3.1228%上升了 1.18BP。

各类信用债收益率呈现：本周各期限的各类信用债收益率均主要呈上升趋势。各期限各类信用债的信用利差均呈扩大趋势。各期限的各类信用债的等级利差均主要呈现出不变或增大趋势，部分期限的部分信用债的等级利差表现为下降趋势。

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、公司债和企业债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、公司债和企业债。AAA 主体级别企业债交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 2124.82 亿元。其次为能源、公用事业、材料、

金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 659.50 亿元、491.92 亿元、364.62 亿元、284.28 亿元、268.67 亿元和 202.79 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

本周一级市场的总发行量和总偿还量较上周均有小幅增长，净融资额为正，但数值较上周有明显回落。其中，总发行量和总偿还量的主要上升动力均来自于短期融资券，净融资额的主要下降动力也同样来自于短期融资券，因此短期融资券是本周一级市场交易的主导力量。

本周一级市场发行量打破前两周的下降趋势，出现小幅回升。原因有二：其一是受到利率债收益率下降的影响，本周信用债市场有所回暖，需求端得到强化；其二是本周资金面整体宽松，央行持续投放流动性，企业发债意愿延续，供给端依旧活跃。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。

4. 可转债策略分析

本周可转债一级市场有 1 支可转债发行，总发行量为 14.00 亿元，较上周减少 9.84 亿元；有 5 支可转债偿还，为提前赎回和到期赎回，其规模共计 1.60 亿元，较上周增加 0.61 亿元；净融资额 12.40 亿元，较上周减少 10.45 亿元。

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 家公司通过了股东大会，7 家通过了发改委审核；3 家公司通过了证监会核准，分为海波重科、威派格、鹏辉能源，行业分别属于专业工程、专用设备、其他电子Ⅱ，涉及发行规模分别为 2.45、4.20、8.90 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大幅下行，指数全面下挫，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌 2.83%、3.00%、7.16%、5.19%。债转股指数下跌 4.16%；本周可转债指数均呈跌势，上证转债、深证转债、中证转债指数分别下跌 1.65%、4.09%、2.59%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数全线下跌。农林牧渔、通信、国防军工、计算机、传媒五个行业领跌，跌幅分别为 10.08%、8.19%、7.38%、6.52%、6.41%。

截止 2020 年 9 月 11 日，存量可转债共计 355 支，存量余额共计 4513.28 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1580.40 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、非银金融、有色金属，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、通光转债、隆 20 转债、英科转债、万里转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 53 支，比上周减少 11 只。

截至 2020 年 9 月 11 日，可转债的纯债溢价率中位数为 34.75%，转股溢价率的中位数为 15.31%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 47,713.81 万股，其中航电转债本周转股数为 8,811.02 万股，占全部转股数的 18.47%。从累计转股比例来看，16 润和债、机电转债、航电转债（退市）的累计转股比例分别为 100.00%、99.86%、99.50%。多只转债将提前赎回，投资者转股情绪依然高涨。

经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场共进行 6200 亿元逆回购操作，共有 3900 亿元逆回购到期，净投放 2300 亿元，下周仍有 8700 亿元资金到期，8 月社融新增大超预期，M2 增速略有回落，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明制造业持续恢复，市场需求加速提升，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。市场监管总局举措落实支持出口转内销，加快转内销市场准入。十三部门联合发文推动物流业制造业深度融合方案，制造业转型、智能物联网是未来大趋势。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。

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。食品饮料、医药生物等持续较热。可关注低估值绩优蓝筹股。长期仍看好新基建、新能源等板块，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。

5. 海外策略分析

5.1. 美国

短期来看，实体经济复苏进程放缓，新冠疫苗的利空消息，就业市场复苏放缓、美联储对疫情的中期风险评估或将重新激起投资者避险情绪，而“平均通胀目标”政策将吸引投资者购入短期美债，进行套息交易、贵金属投资或海外投资，美债收益率或呈震荡走低趋势；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，以及欧日央行是否跟进联储调框架来界定，短期或存在一定支撑；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。

5.2. 欧洲

短期来看，欧央行议息会议上并未跟随联储步调，对自身货币政策框架做出调整，反应欧美对各自经济基本面的解读出现一定分化，后续需观察美国大选后欧央行在 12 月年底的进一步前瞻指引，当前在美元弱势以及美国大选高度不确定性的影响下，欧元短期或仍有升值压力；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。

5.3. 原油

短期来看，美国夏季驾驶季结束，原油需求始终不振，这使得原油库存有所增加。原油价格出现 4 月份以来首次连续两周下降，但是美股反弹和美指下跌一定程度上帮助油价止跌。短时间市场的焦点在于 9 月 17 日的 OPEC+会议关于减产的下一步走向的决议；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。

5.4. 黄金

短期来看，欧央行未跟随联储对货币政策框架进行调整，意味着至少暂时来看，欧央行对当前经济复苏势头、通胀路径倾向于保持观望态度，一定程度上消解了市场对欧美一同“下沉”的担忧，对金价形成下压；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。

6. 风险提示

利率债：货币政策超预期收紧；经济超预期恢复。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

