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）

2020 年 08 月 16 日

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

观点

- **专题：美国 7 月非农超预期，节奏放缓趋势向好：**美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人；失业率为 10.2%。同时 ADP 就业人数增加 16.7 万人，前值也由 306.5 万人大幅修正为增加 431.4 万人。

- **利率债：**1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周上行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.9369%，较上周下行 5.49BP。展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化。

- **信用债：**一级市场的发行只数于上周小幅度回落后又呈现上升态势，总发行量和总偿还量继续呈现小幅上升态势，净融资额则保持小幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。信用利差方面，除 7 年期外的其余期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势。分行业看，本周除工业、公共事业外的其他行业债券交易量均呈现缩小态势，工业行业交易量逼近 2000 亿大关。

- **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 900 亿元，但后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将视情况续做，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院加大对稳外贸稳外资工作，加大降税减费、出口信贷等政策支持力度。国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。（2）投资策略：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。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者谨慎选择高估值主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

- **海外宏观：**（1）美国通胀预期回升，存在中长期均值复归路径：美国通胀预期已经回升至历史常态区域的下限约 1.6%，趋势上或延续均值复归路径。什么型态？（a）次贷危机中复归路径呈现“W 型”，本次至今呈现“V 型”；（b）次贷危机中从跌破 1.6%到触底经历 51 天，本次危机中从跌破 1.6%到触底仅经历 27 天，本次危机中通胀预期失速较快；（c）次贷危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%经历 231 天，本次危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%仅经历 166 天，本次危机中通胀预期回升较快；（d）次贷危机中从跌破 1.6%到稳定站上 2%点位需要 388 天，比例外推后预估本次危机后续通胀预期的回升路径，稳定站上 2%点位或需要 129 天，预估将在 11 月底。平准通胀率精度如何？我们观察到：平准通胀率低估期、高估期轮替规律，即“收缩期低估，扩张期高估”。未来通胀率如何思考？基于前述的分析，我们认为当前对未来 5-10 年平均通胀率的预估 1.31%-1.46%大概率存在低估，未来 CPI 大概率需要跨过均值并维持一段时间；（2）大类资产表现：日经、铜、加拿大元、美债收益率走高；美元、黄金、白银走低，美收益率曲线边际趋陡。股市：日本>美>英；债市：利率债>信用债；汇市：加拿大元>欧元>瑞士法郎>英镑>人民币>美元>日元>；大宗：天然气>铜>原油>黄金>白银。

- **风险提示：**利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。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、《固收点评 20200815：1-7 月经济数据点评：经济延续稳定复苏态势，外部环境依旧复杂严峻》2020-08-15

2、《固收点评 20200814：如何思考美国通胀未来的变化？》2020-08-15

3、《固收点评 20200812：7 月金融数据点评：信贷社融增量不及预期，M2 增速小幅回落》2020-08-13

4、《固收周报 20200811：发达债市持续四月净流入，美债占八成——股债资金流向双周报》2020-08-11

5、《固收点评 20200810：7 月物价数据点评：CPI 持续上涨，PPI 降幅收窄》2020-08-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 专题：美国 7 月非农再超预期，节奏放缓趋势向好 3
2. 利率债策略分析 6
2.1. 公开市场操作以及资金流动性 6
2.2. 长短端收益率 7
2.3. 宏观数据及高频数据分析 8
2.4. 周内政策梳理及分析 8
2.5. 下周关注的因素及策略 9
3. 信用债策略分析 9
4. 可转债策略分析 11
5. 海外策略分析 12
5.1. 美国 12
5.2. 日本 12
5.3. 欧洲 13
5.4. 原油 13
5.5. 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） 6

1. 专题：美国 7 月非农再超预期，节奏放缓趋势向好

事件：

美国 7 月就业市场表现再超预期：美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人；失业率为 10.2%，预期为 10.5%。同时 ADP 就业人数增加 16.7 万人，预期增加 150 万人，前值也由 306.5 万人大幅修正为增加 431.4 万人，总体而言美国就业市场表现依旧好于预期，但经济复苏前景喜忧参半。

点评：

美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人，失业率为 10.2%；5 月份非农新增就业人数从 270 万人上修至 272.5 万人，6 月份非农新增就业人数从 480 万人下修至 479.1 万人。同时，ADP 就业人数增加 16.7 万人，远低于预期的 150 万人，前值从 236.9 万大幅上修至增加 431.4 万人。总体来看 7 月非农数据再超预期，且为连续第三个月回升，尽管不敌前值复苏节奏有所放缓，但仍处于向好方向。

在新增就业中，对就业最大的贡献仍然来自私企领域，行业方面服务业仍是主力，贡献了近 86%的增长量。其中休闲住宿、零售、教育医疗、商业服务分别增加 59.2、25.8、21.5 和 17 万人。不过，相比上月就业增加幅度，这些“接触式”行业 7 月增幅显著回落，一方面是受到公共卫生事件反弹负面影响，另一方面也要考虑基数效应，即各行业中较容易回复的失业恢复后，后续的失业恢复会自然表现出更为缓慢的特征，同时短期失业转化成长期失业的风险将显著上升。

上月非农就业报告发布时，当时美国南部各州的疫情还未出现大规模反弹，而 6 月下旬疫情开始反弹，7 月每日新增确诊病例均超过 4 万，但这些事实并未反映到 6 月中旬的就业数据调查中。示威游行可能是此次美国公共卫生事件反弹的主要原因之一，复工则是次要原因，因而此次公共卫生事件反弹更可能是一次插曲，走向全面失控概率仍较小；相应地，公共卫生事件反弹可能导致美国经济复苏节奏减慢，但难改修复大趋势。不过，即使在这一背景下，7 月非农就业依然增长 176.3 万人，显示在宽松的财政和货币政策支持下，美国劳动力市场继续保持了不错的动能。而且 8 月初以来，美国新增确诊略有回落的迹象。所以我们认为，美国经济在 7-8 月只是复苏节奏“缓一缓”，但复苏仍在持续。

尽管美国 7 月非农就业数据增长超预期表明经济复苏仍在持续，我们也不可否认，随着新冠肺炎感染病例的再度激增，美国 7 月份就业增长大幅放缓，已经表明美国经济复苏步履蹒跚，欲振乏力，非农就业增长人数这一看似强势的数据背后仍不容乐观。

首先，这一超预期的数据可能存在诸多统计缺陷。7 月失业率为 10.2%，超出 10.5%的预期，前值为 11.1%。即使失业率相比于 3 月以来有所降低，但仍然高于 2008 年经济危机期间最高的失业率水平。即使该数据在统计过程中没有失误，这一失业率同样不容

乐观。按照这个改善速度，美国要等到 2027 年就业率才能恢复至今年年初危机前的水平。但其实该数据主要基于 7 月上旬的电话随机采访调查所得，滞后性高，样本容量小，我们在上月非农数据报告《6 月非农再超预期，隐忧或在 7 月显露》中就表示过这一问题，从调查方式看，失业率有被低估的可能性。衡量失业率等劳动力现状的家庭调查的数据收集率为 67%，虽然较 6 月的收集率 65%有所上升，但仍远低于疫情前的 12 个月均值 83%。此外，失业率从 6 月份的 11.1%下降到 10.2%，但失业率下降的部分原因是部分人将自己错误地归类到“有工作”部分。自一月以来，约有 500 万人退出了劳动力市场，不在失业率的统计范畴之内，7 月美国劳动力参与率仅为 61.4%，处于近 45 年以来的历史低位水平。在这样的情况下，有许多实际处于“失业”状态的劳动力是不被计算入就业数据的，失业就业数据计算也存在比较明显的结构性偏差，实际上这样的失业人数远比数据反映出来的更加庞大。

其次，从较高频率的劳动力市场指标来看，信号从复苏缓慢到大幅恶化不一而足，美国就业市场依然脆弱。虽然上周美国初请失业金人数为 118.6 万，创疫情开始以来新 低，但下降速度有所放缓，这表明在一些州，病毒卷土重来推迟或扭转了重新申请失业 金人数的增长。同期持续申请失业救济人数减少了 90 万左右，但仍高于 1600 万，近 3 周来数据出现反复，并无明显下降迹象。面对失业率与领取失业金人数看似矛盾的差异，我们认为，这两项领取失业金人数的数据均基于实时、全面的申请系统数据集成，可信 度、实时性和全面性都优于非农数据。非农数据是基于电话随机调查搜集所获得，较小 的样本容量限制了它的代表意义，相对来说，每周失业救济申请人数等数据则是实时、 全面的数据，疏漏的可能性较小。此外，美国劳工部数据显示，截至 7 月中旬，全美领 取政府紧急救济金的人数依然超过 3000 万，也就是说约五分之一的美国劳动人口处于失业的状态。许多希望重返工作岗位的人发现，企业并没有足够的岗位空缺，这也提醒 人们疫情的负面影响或将变得长期化和复杂化。如果社会活动持续当前趋势，则肯定会 给未来几个月的就业报告带来压力；我们认为，经济复苏很大程度上取决于能否成功控 制病毒的传播。美国经济复苏的第二阶段将更具挑战性，在没有新的广泛而实质性财政 计划的情况下，我们应为就业和支出数据走弱做好准备。

此外，“小非农”也暗示美国就业疲软。8 月 5 日发布的 7 月 ADP 就业报告，也就 是所谓的“小非农”数据显示就业人数增幅大幅放缓，与非农数据形成较大出入。ADP 7 月新增就业仅仅为 16.7 万人，低于预期的 150 万人，也远低于 6 月的前值 431.4 万人。可以看出就业市场的复苏在 7 月有所放缓，同时经济放缓对各个规模和行业的企业都产 生了影响。我们认为“小非农”与“大非农”数据存在较大出入的原因主要有二点：一 是 ADP 调查仅包括私营部门的就业数据，不包括政府就业。本月非农数据政府提供就 业岗位增加了 30.1 万，贡献了 17%的份额。政府就业人数大增主要缘于季调，一般来 说，公立学校老师会因暑假暂时不就业，政府教育部门就业人数通常在 7 月会下降(未季 调的情况下)，因此，季调模型会充分考虑这一因素进行调整。但今年由于新冠疫情影响， 就业减少较为提前，7 月政府教育部门就业人数并没有大幅

减少，从而导致季调后就业 激增的异常现象；二是正如上文所提到的，非农数据统计存在一定缺陷，在结构性与精 确度上均会受到影响，目前的非农数据所具有的统计意义要差于更高频的其他数据。

最后，疫情一旦开始影响消费者和企业信心，广泛的开支削减及就业紧缩将不可避免地削弱美国的经济发展。虽然美国的制造业与服务业 PMI 在 7 月均继续处于扩张区间，但密歇根大学消费者信心指数从 6 月的 78.1 降至 7 月预估值的 73.2，并进一步跌至 7 月终值的 72.5。消费约占美国经济活动的 70%，二季度个人消费支出下滑 34.6%，成 为了拖累美国经济增速创二战以来新低的最主要因素。从本月就业岗位增长数据来看， 零售业、餐饮业等重要服务行业的复苏已经遭遇打压，这将威胁数百万工作岗位。如果 没有新的财政救助计划，这将会引发消费者信心加剧下滑，从而扩大对实体经济的冲击。

当前疫情仍然严重，美国经济重启半开半关，经济面临持续复苏与复苏乏力这一喜忧参半的局面，未来经济走势取决于政府应对疫情的效果，在疫情尚未得到完全控制之前，全面复苏的期望略显空洞。

7 月失业率已回落至 10.6%，此前 4 月失业率为 14.7%，为二战以来最高，随后 5 月回落至 13.3%，6 月和 7 月延续回落趋势。不过值得强调的是，相比去年末 3.7%的失业率，当前失业率水平依然是“大幅攀升”，居历史高位。历史经验表明，这种情况将令在任总统面临较大连任压力，从而可能导致特朗普政策进一步激进化，接下来的财政货币政策仍需持续关注。关于经济前景以及就业数据对寻求连任的总统选情产生的影响，可以参考我们另一篇报告《暗藏玄机的民调 | 2020 通往白宫之路②》。

值得注意的是，在 7 月非农数据出炉时，美国国会两党和白宫正在为下一轮新冠疫情救助方案的规模和范围而争执不下。例如在对联邦失业金和地方政府的救济方面依然存在分歧，争论的焦点是上周到期的每周 600 美元额外失业补贴问题。而非农报告可能会影响到上述失业救济金的数额。此前为对抗新冠肺炎大流行引发的全球衰退，全球各国央行和政府已经向它们的经济注入创纪录的资金，美联储的资产负债表也已经从 3 月中旬的 4 万亿美元持续膨胀，尽管截至 8 月 5 日当周，美联储资产负债表规模从一周前的 7.005 万亿美元萎缩至 6.99 万亿美元，为连续第二周小幅下滑，但规模仍然不小。鉴于美联储不愿引入负名义利率，在经济状况不断恶化的情况下，美联储资产负债表可能需要持续扩大来填补所谓的“政策空白”（参考前期报告《如何理解美联储近期的“缩表”及其影响？》）。

我们认为，“经济离不开财政，财政离不开货币”的格局已经形成，只有当经济转好的趋势确定下来之后，财政才可以卸力，进而货币才可以卸力。我们预计，美国将会持续采取超宽松的货币政策，以及史无前例的财政刺激以对冲疫情给经济带来的负面影响。未来如果财政支持和刺激力度不及预期，或落地迟缓，将有可能给美国劳动者重新带来就业压力和收入压力，并最终影响经济复苏的形态与进程。

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（8.10-8.16）央行公开市场净投放 900 亿元，周一进行 100 亿元逆回购 7D 操作，周二进行 500 亿元逆回购 7D 操作，周三进行 1400 亿元逆回购 7D 操作，周四进行 1500 亿元逆回购 7D 操作，周五进行 1500 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周六有 4000 亿元 MLF 到期。下周（8.17-8.23）央行公开市场有 5000 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		
8/10/2020	100													100
8/11/2020	500													500
8/12/2020	1400													1400
8/13/2020	1500													1500
8/14/2020	1500				100									1400
8/15/2020	0									4000				-4000
合计	5000	0	0	0	100	0	0	0	0	4000	0	0	0	900

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年 8 月 6 日，中国人民银行公布了《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》。我们认为央行在《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》（下面简称《报告》中对当前的经济、金融环境进行了全面系统的梳理，我们分析认为《报告》传达了：与《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》不同的是，央行提出货币政策不仅要“灵活适度”，也要“精准导向”，需要综合运用并创新多种货币政策工具，来实现稳增长和防风险的长期均衡；要疏通货币政策传导机制，有效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”；首次提出要加快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。

“房住不炒”给地产市场降温，信贷政策促进经济结构调整。2020 年上半年新冠肺炎疫情对经济发展带来冲击，目前经济逐渐回暖，房地产开发投资复苏较快，需谨防部分地区再次出现房地产市场过热现象。《报告》强调“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性”，新增“实施好房地产金融审慎管理制度”表述，表明了中央对完善信贷政策更好服务于实体经济，防止资金违规进入房地产市场的决心。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

经济增速回到潜在水平，物价涨幅总体下行。《报告》指出我国二季度的供给快速回复、需求逐渐改善，下半年经济增速有望回到潜在增长水平，展现了央行对下半年经济的乐观预期。从物价来看，2 月以来物价涨幅稳步回落至 3%以下，初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间。近期部分省份汛情可能给农产品生产运输造成一些影响，发达经济体货币供应量快速攀升未来可能推高大宗商品价格，需要关注这些因素对于短期物价的扰动。中长期看，我国经济运行总体平稳，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。

LPR 改革带动存款利率下调，结构性货币政策改善。自改革以来，LPR 报价逐步下行（今年于 2 月和 4 月分别下调），已成为银行贷款利率定价的主要参考，“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制已得到充分体现。同时，LPR 改革也有效地推动了存款利率市场化。《报告》首次明确提出“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”。央行下阶段将继续深化利率、汇率市场化改革，于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作。《报告》去除一季度“加大宏观政策逆周期调节力度”表述，强调结构性货币政策，加大金融服务实体经济特别是小微、民营企业力度。

金融风险实体经济风险叠加，支持中小银行多渠道补充资本。《报告》分析了由于新冠肺炎疫情而产生的银行信贷资产质量下迁压力，由于不良贷款的反映有一定时滞，预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升。对此，《报告》提到要以强化公司治理机制为核心，持续深化商业银行和其他金融企业改革，规范股东大会、董事会、监事会与管理层关系，完善经营授权制度，形成有效的决策、执行、制衡机制，提高经营管理水平和风险控制能力。

展望后期：下一阶段，政府的主要工作思路是坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。因此，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险的长期均衡。根据疫情防控和经济金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，坚持把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。

2.2. 长短端收益率

收益率方面，短端上行，长端下行。1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周上行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.9369%，较上周下行 5.49BP。展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化，但是央行对流动性的释放保持谨慎态度，

货币政策正在从上半年的超宽松向结构性适度宽松过渡，本周十年期国债收益率位于2.9%-3.0%的震荡区间，预计在经济基本面没有明显好转的情况下，未来利率仍将持续震荡调整。

2.3. 宏观数据及高频数据分析

宏观数据方面：2020年8月14日，国家统计局公布经济数据：2020年1-7月固定资产投资（不含农户）同比降1.6%，前值降3.1%；社会消费品零售总额同比降1.1%，前值降1.8%；规模以上工业增加值同比增长4.8%，前值增4.8%。7月份，全国统筹疫情防控和经济发展，生产供给继续复苏，市场需求逐渐回暖，就业物价总体平稳，新动能成长壮大，市场信心趋于增强，经济运行保持稳定恢复态势。

高频数据方面，上周商品房整体表现有所回落，汽车表现有所上升，煤炭价格表现涨跌互现。上周商品房成交面积有所回落，截至8月9日，周内30个大中城市商品房共成交368.76万平方米，较上周减少58.54万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所上升。截至8月9日，市场日均零售2.98万台，同比增速为3.00%，较前值有所上升。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回落。本周较上周焦煤和动力煤价格涨跌互现。截至8月13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0.31%，铅价上升0.75%，铜价下跌1.19%，铝价上升0.88%。

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、新华社8月12日报道，广东省政府2020年粤港澳大湾区交通基础设施专项债券（九期）12日起进行柜台发行。第二、8月13日人民银行官网新闻报道，郭树清表示，近两年银行业保险业共有34条对外开放措施陆续落地，形成了一批有示范性的实例。

1. 新华社8月12日报道，广东省政府2020年粤港澳大湾区交通基础设施专项债券（九期）12日起进行柜台发行。该债券为7年期记账式固定利率附息债，计划发行面值总额不超过32.9亿元。其中，首场招标计划发行面值为21.1亿元，商业银行柜台计划发行面值不超过11.8亿元。8月12日至14日在柜台市场发售的该专项债券，是广东省政府继2019年6月成功通过商业银行柜台市场发行首支地方政府债券后，再一次通过商业银行渠道向广大个人和中小对公投资者销售地方政府债券。中国建设银行股份有限公司、中国银行股份有限公司等6家银行是该期债券商业银行柜台市场发行承办银行。本次发行的粤港澳大湾区交通基础设施专项债券达到政府债券信用评级最高信用等级“AAA”级。8月17日起息，8月19日开始上市流通，上市交易后可随时买入或者卖出，资金实时到账，普通投资者100元起即可参与。同时，购买政府债券的个人及公司企业利息收入免征增值税及所得税，且债券份额支持质押。近日，国家发展和改革委员会批复同意《粤港澳大湾区城际铁路建设规划》，粤港澳大湾区总体建设进一步提速。本次发行的债券，由广东省人民政府发行并承担按期支付利息和归还本金责任，由广东省财

政厅具体办理债券发行、利息支付和本金偿还等事项。银行通过营业网点、电子渠道等方式为客户开立债券账户、双边报价、分销债券、开展债券交易提供服务，并相应办理债券托管与结算、质押登记、代理本息兑付、提供查询等服务。

2. 据 8 月 13 日人民银行官网新闻报道，郭树清表示，近两年银行业保险业共有 34 条对外开放措施陆续落地，形成了一批有示范性的实例，比如首家外资控股的理财公司、首家外资独资保险控股公司等均获准设立，今年上半年又批复友邦保险在内地设立首家外资独资寿险公司等。对于下一步的金融开放政策，郭树清表示，现在最主要的是抓已出台政策的落实。要鼓励中外机构在产品、股权、管理和人才等方面开展合作，拓展开放广度和深度。完善配套制度和基础设施建设，营造更加市场化、法治化、国际化的营商环境。“尽管现在国际环境发生较大变化，但这不会改变我们对外开放的大趋势。疫情期间不断有外资金融机构来中国落户就是很好的证明，中国金融业对外开放的政策一如既往。”郭树清说。深化改革，是中国破解经济发展难题的一把钥匙。金融领域也是如此。郭树清表示，将下更大气力深化金融领域关键性改革，包括加快中小银行改革、大力支持直接融资、完善银行保险机构公司治理等。“要以加快中小银行改革为突破口，提升金融机构体系稳健性。拓宽风险处置和资本补充资金来源，加快补充资本，因地制宜、分类施策，把深化改革与化解风险、完善治理结合起来。”郭树清说，改革推进中，注意保持地方金融组织体系完整性，尤其要保持农信社或农商行县域法人地位总体稳定。要大力支持直接融资，促进融资结构优化。引导信托、理财和保险公司等机构树立价值投资理念，做真正的专业投资、价值投资，成为促进资本市场发展、维护资本市场稳定的中坚力量。同时要以公司治理为抓手，调整优化股权结构，完善现代金融企业制度。

2.5. 下周关注的因素及策略

下周主要关注的事件有以下两点：第一、《中华人民共和国契税法》获得通过，9 月 1 日起实施，不涉及买房契税变化。第二、张家口市编制印发《5G 发展规划（2020-2025 年）》，到 2021 年，建成 5G 基站 3000 座以上，率先在冬奥会崇礼赛区、重要交通枢纽、京张高铁和京礼高速沿线及其他核心热点区域建设 5G 试商用网络，有效支撑服务和保障冬奥会 5G 网络需求。

3. 信用债策略分析

本周（8 月 10 日-8 月 16 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 223 支，总发行量 2,304.24 亿元，较上周增加了 539.43 亿元，总偿还量 2,069.86 亿元，较上周增加了 696.30 亿元，净融资额 234.38 亿元，较上周减少了 156.87 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、中票的发行利率较上周小幅下降，企业债和公司债的发行利率较上周小幅上升。短融的发行利率的下降幅度为 2.62BP，中票的发行利率的下降幅度为 3.82BP，企业债的发行利率的上升幅度为 90.15BP，公司债的发行利率的上升幅度为 8.47BP。

银行间和交易所信用债合计成交 3830.52 亿元，总成交量较上周 3693.22 亿元增加了 137.30 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1501.49 亿元、1774.57 亿元、434.25 亿元、120.21 亿元。

国债收益率：本周除 1 年期外的其余期限的国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 8 月 14 日，1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周 2.2225%上升了 5.19BP。3 年期国债收益率为 2.6746%，较上周 2.6870%下降了 1.24BP。5 年期国债收益率为 2.8209%，较上周 2.8311%下降了 1.02BP。7 年期国债收益率为 2.9943%，较上周 3.0393%下降了 4.50BP。10 年期国债收益率为 2.9369%，较上周 2.9918%下降了 5.49BP。

各类信用债收益率呈现：本周除 1 年期外的其余期限的各类信用债收益率均主要呈下降趋势；各期限的各类信用债的信用利差均主要呈缩小趋势；各期限的各类信用债的等级利差均主要呈缩小或不变趋势。

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。AA 主体级别中期票据交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 1,962.52 亿元。其次为公用事业、能源、材料、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 455.92 亿元、341.73 亿元、274.59 亿元、210.41 亿元、192.49 亿元和 155.03 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

本周一级市场的发行只数于上周小幅度回落后又呈现上升态势，总发行量和总偿还量继续呈现小幅上升态势，净融资额则保持小幅下降。其中，前两项指标的主要增长动力来自企业债，后一项指标的主要下降动力来自短期融资券。本周短融、中票的发行利率较上周小幅下降，企业债和公司债的发行利率较上周小幅上升，根据企业一般贷款利率与货币市场利率之间存在较强的联动性关系，近期监管层多次明确表态，要引导企业综合融资成本下降，这意味着三季度企业贷款利率还有一定下行空间，并很可能在 8 月扭转市场利率快速上行势头。这样来看，前期影响企业债券发行的成本上升问题在 8 月份有望得到一定缓解，同时随着发行人逐步接受利率低点已过的现实，部分企业将恢复发债计划，信用债净融资将有所修复。

二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。交易量的主要上升动力来自企业债，其增幅达 35.50%。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率基本一致，均主要呈下降趋势，从而使债价上升，提高了债券投资的吸引力。

信用利差方面，除 7 年期外的其余期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势。信用利差和等级利差的变化则相对收益率滞后，本周二者仍主要呈收窄趋势，而这加强了

请务必阅读正文之后的免责声明部分

由于收益率下降而给债价带来的有利影响，提高了债券的吸引力。综合三项变化数值，可以推断本周债价相对上周上升，投资热度有所恢复。

分行业看，本周除工业、公共事业外的其他行业债券交易量均呈现缩小态势，工业行业交易量逼近 2000 亿大关。目前我国的货币政策大概率将延续“结构性宽信用+稳货币”的组合，政策促进信贷资源流向更有需求的薄弱环节和重点领域。在货币政策维持稳健中性、经济继续向潜在增速回归的背景下，长端利率向下空间十分有限，债市难再现趋势性行情，中期内或将延续偏弱走势。但下半年经济复苏面临的风险因素仍在，包括美国大选趋近、中美摩擦加剧、海外疫情反复等，需要注意对出口依赖程度高的企业产生的现金流回流、偿付压力等方面的风险。

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 5.95 亿元，较上周减少 28.91 亿元；有 1 支可转债偿还，为到期偿还，其规模为 0.30 亿元，较上周减少 8.10 亿元；净融资额 5.65 亿元，较上周减少 20.81 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 3 家公司通过了董事会预案，16 家公司通过了股东大会，5 家通过了发改委审核；1 家公司通过了证监会核准，为福斯特，行业属于电源设备，涉及发行规模为 17 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场震荡波动，除上证综指外指数均下跌，上证综指上涨 0.18%，沪深 300、中小板指、创业板指分别下跌 0.07%、0.78%、1.95%，债转股指数下跌 1.95%；本周可转债指数小幅震荡，上证转债上涨 0.14%，深证转债、中证转债指数分别下跌 1.55%、0.42%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数涨跌参半。涨幅最大的五个行业为房地产、银行、交通运输、食品饮料、建筑装饰，涨幅分别为 2.87%、2.85%、2.37%、1.66%、1.41%，跌幅最大的五个行业为建筑材料、国防军工、休闲服务、医药生物、有色金属，跌幅分别为 2.65%、3.11%、5.08%、5.44%、7.52%。

存量可转债共计 357 支，存量余额共计 4525.24 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1530.40 亿元，其他行业分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多四个行业为非银金融、化工、公用事业、有色金属。非银金融、公用事业本周有所上涨，化工、有色金属呈下跌趋势。

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横河转债、蓝盾转债、哈尔转债、金农转债、东财转 2。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 72 支，较上周增加 8 只。

截至 2020 年 8 月 14 日，可转债的纯债溢价率中位数为 34.72%，转股溢价率的中位数为 9.89%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 56,512.05 万股，其中 17 万丰 E2 本周转股数为 20,569.62 万股，占全部转股数的 36.40%。从累计转股比例来看，17 万丰 E2、盛路转债、溢利转债的累计转股比例分别为 100%、94.68%、91.41%。本周转股数较上周大幅上升，投资者转股情绪持续高涨。

经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场有 4100 亿元资金到期，共进行 5000 亿元逆回购操作，净投放 900 亿元，但在本月后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将于 8 月 17 日对此视情况进行续做，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院进一步举措稳外贸稳外资工作，加大降税减费、出口信贷等普惠政策支持力度，保障外资企业融资需求。7 月份以来美元指数整体大幅下跌，人民币有所升值，上月经济数据显示我国经济正稳步恢复，而海外疫情仍未有效遏制，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。

关于投资策略：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。消费、医药生物等仍持续较热。近期发改委明确新基建试点事项，风电、光伏发电平价项目通知发布，集成电路产业发展政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 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

延续上周向好的就业报告、失业金申请人数、股市涨势以及新冠疫苗研发进展、实体经济快速复苏持续刺激市场。然而，中美关系的不确定性，新一轮经济刺激计划进展陷入僵局将对市场有新一轮潜在冲击。短期来看，实体经济快速复苏以及向好的新冠疫苗研发进展将舒缓投资者避险情绪，美债或面临震荡走高格局，然而，国际关系不确定性犹存，美元短期或存在一定支撑，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，美元方面受避险情绪和利差收窄双因素影响，中长期或延续 倒 U 型走势，美股面临 ERP 走扩及盈利预期走低的双重压力，中长期回落行情或难以避免。同时，中美关系进一步恶化以及美方对于中方新一轮措施将对美股新一轮冲击的潜在威胁。

5.2. 日本

短期来看，日前日本货币政策稳健，经济数据整体向好，日元短期或保持稳定，并随美元的强弱变化出现小幅波动；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

5.3. 欧洲

短期来看，日前日本货币政策稳健，经济数据整体向好，日元短期或保持稳定，并随美元的强弱变化出现小幅波动；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

5.4. 原油

短期来看，美国的原油需求在增加，俄罗斯研发的新冠疫苗即将投入量产，一定程度上提振了原油的市场需求。中长期来看，市场对于疫情可能再次影响原油需求的忧虑依旧令油价承压，而美元指数持续上涨对国际油价上涨也起到了抑制的作用。

5.5. 黄金

短期来看，美国初请失业金人数降至 100 万人以下表明美国经济稳步复苏，且俄罗斯疫苗研发进展均会使得投资者的风险偏好提升；中长期来看，美元走弱、美国国债收益率下降以及普遍通胀的预期都将支撑金价上涨，不过美国经济复苏强于预期以及美联储可能采取鹰派观点都可能对金价形成打压。

6. 风险提示

利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。信用债：中长期信用债收益率呈下降趋势，关注高收益率债券投资机会和风险。可转债：关注股市波动风险。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