西部担保
WEST GUARANTEE



FINANCIAL DYNAMIC
WEEKLY

一周金融动态

西部（银川）担保有限公司研发部编写

2020年7月27日 / 第25期/总第266期

西部担保
WEST GUARANTEE



主办

西部(银川)担保有限公司研发部

主编/校稿

白　芳

分析师

张博铭　梁俊茹　刘元鹏　张小娣　郭东强

编辑

张小娣

美工编辑

马淑倩　张凯琦

目录

01 原创天地
宽松货币政策的拐点研判及后市影响 / 1

02 热点聚焦
基金：香港市场首现A股正反杠杆产品 / 18
信托：上半年信托公司业绩分化加剧 警惕局部风险恶化 / 21

03 精彩推荐
对上半年经济复苏的三个基本判断 / 24

04 共同关注
宏观经济 / 30　政策法规 / 30　产业信息/ 31
金融行业 / 31　宁夏财经 / 32

05 云数据
农产品 / 34　工业品 / 35
金融类 / 41　经济类 / 43

内容提要

本期需重点关注的内容有：

1、原创天地：《宽松货币政策的拐点研判及后市影响》

进入 2019 年，央行采用降准、公开市场操作等工具向市场注入金融活水，这也预示着国内货币政策逐步由前期的稳健偏紧转变为灵活宽松。货币宽松时期，市场利率走低，融资活力增加。股市、楼市、债市等的交易规模均有不同程度增加，然而宽松的货币政策不可能长期存在，一旦宽货币政策的拐点出现，必将对股市、楼市、债市、中小微企业融资等产生重大影响，届时担保机构也将面临更多的风险。本文结合过去的货币政策周期，通过 PPI 与货币政策的强相关性，研判了宽货币政策的拐点，并对后市影响进行量化分析。结果显示，宽松过后，债券违约率明显增加，银行不良率显著提高。基于此对担保机构开展业务提出相应建议。

2、精彩推荐：《对上半年经济复苏的三个基本判断》

上半年国内宏观经济恢复良好，文章针对上半年的经济恢复情况给出三点结论：一是，工业生产部门经济快速恢复的过程已基本结束，经济活动整体稳定在略低于疫情之前的水平。二是，中小企业生产经营恢复依然困难，就业尤其是低端劳动力就业压力较大。限额以下企业维持的社会消费品零售同比仍为负增长，一些生活性服务领域恢复较弱。三是，剔除基建、房地产、金融等刺激政策的影响，并进一步剔除疫情造成的正向冲击因素，整个私人部门的投资、消费和收入增长，都明显慢于疫情之前的水平。针对目前的经济恢复情况和下半年经济刺激政策，文章建议对当下的每笔交易进行补贴，其补贴金额等于目前交易所增加的费用。理论上，这样能使经济活动恢复至疫情前的平衡状态。特别是服务业生产的恢复更需如此，借此来创造更多的就业岗位，降低失业率。

3、云数据提示

上周，受各地持续降雨天气影响，港口动力煤库存增加，沿海城市用电量减少，煤炭价格回落。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价为 572.5 元/吨，降幅 2.97%。

上周，随着部分国家新冠肺炎病例激增，全球燃油需求复苏的不确定性越来越大，受此影响布伦特原油和国内原油小幅下滑。截至周五，布伦特原油和国内

原油现货价分别降至 43.03 美元/桶和 37.39 美元/每桶，降幅分别为 1.74%和 0.21%。疫苗试验的消息抵消了美国疫情新确诊病例增加的影响，以及欧佩克原油将继续减产的消息，促使西得克萨斯州中级轻质原油和欧佩克原油现货价分别涨至 41.29 美元/桶和 41.29 美元/桶，涨幅为 1.70%和 3.99%。

上周，中美紧张局势升级、美元走软、美债收益率下降、欧洲央行推行宽松政策等因素共同推动黄金走上历史新高。截至上周五，COMEX 期间报收于 1900.3 美元/盎司，周涨 4.87%。

宽松货币政策的拐点研判及后市影响

一、国内货币政策划分

货币政策目标指引货币政策工具，工具力度决定货币政策周期松紧。目前，国内货币政策按照总量松紧可以划分为 3 档：宽松、稳健、偏紧，具体划分方法大致以定量为主，定性为辅。从定量上看，主要观测与实体经济紧密联系的货币、信贷等指标；从定性上看，主要参考央行每季度发布的《货币政策执行报告》中的措辞。定量和定性，二者结合判断货币政策松紧程度。

二、货币政策周期

（一）近几年国内货币政策周期

1. 2019 年以前以稳健性货币政策为主

2016 年第二季度至第四季度稳健中性的货币政策。2016 年一季度后经济下行，物价稳定，央行最终目标为经济增长，但需配合供给侧改革，货币政策稳健中性。一季度后经济下行压力减轻，全年 GDP 增速为 6.7%，物价持续低位，就业整体稳定，因美元走强，人民币兑美元贬值，出口增加。

2017 年第一季度至第四季度稳健偏紧的货币政策。2017 年经济超预期稳中向好，物价温和上涨。国内消费增长拉动内需，货币增速和投资增速放缓表明经济转型与供给侧改革初有成效，叠加全球经济复苏提振外需。央行此阶段配合去杠杆，同时防范化解重大金融风险，对金融体系进行严监管，2017 年 8 月规范同业存单，11 月末就资管新规征求意见。严监管决定了方向，货币政策决定边际，央行在此阶段并未动用存准率和基准利率，而是频繁采取公开市场操作熨平流动性。

2018 年第一季度至第四季度稳健偏松的货币政策。整个 2018 年经济下行压力增大，特别第三季度开始，美联储持续加息、美元走强、美国减税、全球贸易摩擦导致资本加速回流美国本土，加之中美贸易战争，各国尤其新兴市场普现汇率贬值和股市下跌。央行此阶段的政策目标有两个：经济增长和金融稳定。从全年定向降准和 7 月的“央财之争”可以看出，货币政策在边际上有所放松，但是央行不会重走“大水漫灌”的老路，而是“精准滴灌”。一是因为大面积注水只是饮鸩止渴和拖延时间，并不能解决实体经济中注入信用违约、小微融资难、股权质押风险爆发等结构型失衡困境；二是为了继续配合去杠杆和防风险进程，货币政策仍需克制。经过 4 年对于结构性货币政策工具的创新和摸索，央行已可以通过 MLF、PSL、CRA、定向降准等灵活调节流动性。

2. 2019 年以后货币政策逐渐走向宽松

逆周期操作，多次下调存款准备金率，为市场注入流动性。2019 年经济下行压力加大，央行采取了逆周期调节手段多次降准。分别在 1 月和 9 月央行 2 次全面下调存款准备金率，在 5 月、6 月、7 月、10 月等定向下调准备金率，共计向市场释放 2.68 万亿货币。

图表 1、2019 年多次降准释放 2.68 万亿

类型	时间	政策工具	具体举措	释放资金
降准	2019.1.15	全面降准	下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点	15000 亿
	2019.1.25		下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点	
	2019.5.15	定向降准	对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构在资产规模小于 100 亿元的农商行，执行与农村信用社相同档次的存准率（8%）	2800 亿
	2019.6.17			
	2019.7.15			
	2019.9.16	全面降准	全面下调 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司）	8000 亿
	2019.10.15	定向降准	对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点	1000 亿
	2019.11.15		对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 0.5 个百分点	

资料来源：中国货币政策执行报告，西部担保研发部

创设央行票据互换工具（CBS），增强永续债流动性。2019 年 1 月 24 日，央行网站发布消息称，决定创设央行票据互换工具(Central Bank Bills Swap，CBS)，公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从中国人民银行换入央行票据。截止到 2019 年底，已经发行了 7 次 CBS 操作，总计操作量 320 亿元。

图表 2、2019 年七次票据互换

日期	名称	操作量(亿元)	期限	利率
2019.2.20	2019 年第一期央行票据互换（CBS）操作	15	1 年	0.25%
2019.6.27	2019 年第二期央行票据互换（CBS）操作	25	1 年	0.25%
2019.8.9	2019 年第三期央行票据互换（CBS）操作	50	91 天	0.10%
2019.9.11	2019 年第四期央行票据互换（CBS）操作	50	91 天	0.10%
2019.10.17	2019 年第五期央行票据互换（CBS）操作	60	91 天	0.10%
2019.11.27	2019 年第六期央行票据互换（CBS）操作	60	91 天	0.10%
2019.12.24	2019 年第七期央行票据互换（CBS）操作	60	91 天	0.10%

资料来源：中国货币政策执行报告，西部担保研发部

注：CBS 的操作并非量化宽松政策，虽然互换的央票为新发行的央票，但从央行资产负债表的角度来看，相当于在资产端新增一笔对其他存款性公司债权，从负债端角度新增一笔发行债券，虽然是资产负债表的扩表，但没有新增基础货币的供给，央行设立 CBS 的意义在于提高永续债的吸引力，为银行发行永续债提供流动性支持。CBS 的创立是朝着稳货币→宽信用→定向支持的方向发展。

三次定向中期借贷便利（TMLF）操作，释放 8000 多亿流动性。TMLF 是央行为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度从而创设定的，主要由金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。TMLF 资金可使用三年，比 MLF 利率优惠 15 个基点，为 3.15%。**支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向人民银行提出申请。**

图表 3、2019 年三次 TMLF 操作

时间	操作对象	金额(亿元)	期限	利率
第一季度	符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制银行和大型城商行	2575	1 年，可续作 2 次，实际期限 3 年	3.15%
第二季度	符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制银行和大型城商行	2674	实际期限 3 年	3.15%
第三季度	符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制银行和大型城商行	2977	实际期限 3 年	3.15%

资料来源：中国货币政策执行报告，西部担保研发部

改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制。2019 年 8 月，央行决定改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，与旧的 LPR 相比，新的 LPR 体现了市场特征，不仅增加了五年期以上的新品种，还将原来 10 家报价银行增加至包含城市商业银行、农村商业银行、外资银行和民营银行的 18 家银行，以增加 LPR 的代表性。

图表 4、下调 LPR 利率

	旧 LPR	新 LPR	贷款基准利率
1 年期	4.31%	4.25%	4.35%
5 年期		4.85%	4.9%

资料来源：中国货币政策执行报告，西部担保研发部

（二）当下的货币政策

1.应对疫情，货币放量为市场注入活水

2020 年第一季度至今，应对疫情和经济下行，央行采取特定流动性加灵活宽松政策。2020 年一季度以来受新冠疫情和宏观经济下行双重影响，此时央行采用灵活宽松的货币政策。选择了降准、专项信贷、降低贷款利率等措施应对冲击。合计共向市场释放近 5 万亿的流动性资金。其中，一是为了保持流动性合理充裕。今年三次降低存款准备金率释放了 1.75 万亿元长期资金，春节后投放短期流动性 1.7 万亿元。二是加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度。设立 3000 亿元专项再贷款定向支持疫情防控重点领域和重点企业，增加 5000 亿元再贷款再贴现专用额度支持企业有序复工复产，再增加再贷款再贴现额度 1 万亿元支持经济恢复发展。

图表 5、疫情期间通过降准释放基础货币

类型	时间	政策工具	具体举措	释放资金
降准	2020.01.01	全面降准	下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点	8000 亿
	2020.3.13	定向降准	对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。此外对符合条件的 股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。	5500 亿
	2020.4.03	定向降准	对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。	4000 亿
	2020.4.07	降超额准备金利率	将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。	
	合计			**17500 亿**

资料来源：中国货币政策执行报告，西部担保研发部

2.从危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”的常态模式，更多的调结构以支持实体经济。

从政策取向来看，货币政策从疫情危机时期的超宽松状态逐步转向经济恢复的“总量适度”常态模式。一方面，经济延续恢复态势，货币政策无需继续大幅宽松。另一方面，3-4 月流动性高度充裕的背景下，金融机构加杠杆、企业票据套利现象抬头，监管出拳抑制资金空转、遏制泡沫膨胀，引导资金流向实体。此外，7 月 1 日央行货币政策委召开二季度例会，均释放出相同的政策信号：坚持总量适度，积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出，但适时退出并不意味着收紧货币，目的是为了“退空转”，提高政策的“直达性”，更好地服务实体经济。

三、未来货币政策会不会调整？

（一）短期看：疫情期间的部分货币政策将退出

2020 年 7 月 10 日央行新闻发布会提到：“针对疫情出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具。比如说在春节后开市前两天投放了 1.7 万亿元的流动性，这个投放和以往相比是超常投放，当时投放的时候是为了保证春节后开市市场正常的运转。后来做了 5000 亿元的支持复工复产的再贷款再贴现政策，它是为了使受疫情影响比较严重的中小微企业能够得到信贷支持，支持他们复工复产。**这些措施都是针对疫情的特殊情况和不同的特点设计的，本身就是一个临时性的政策措施，它们是针对不同时点需要来设定的。当政策设定的情形不再适用的时候就自动退出了”。**

由此可见，为了防止货币放量过快导致的物价上涨，一些短期刺激政策将会退出。

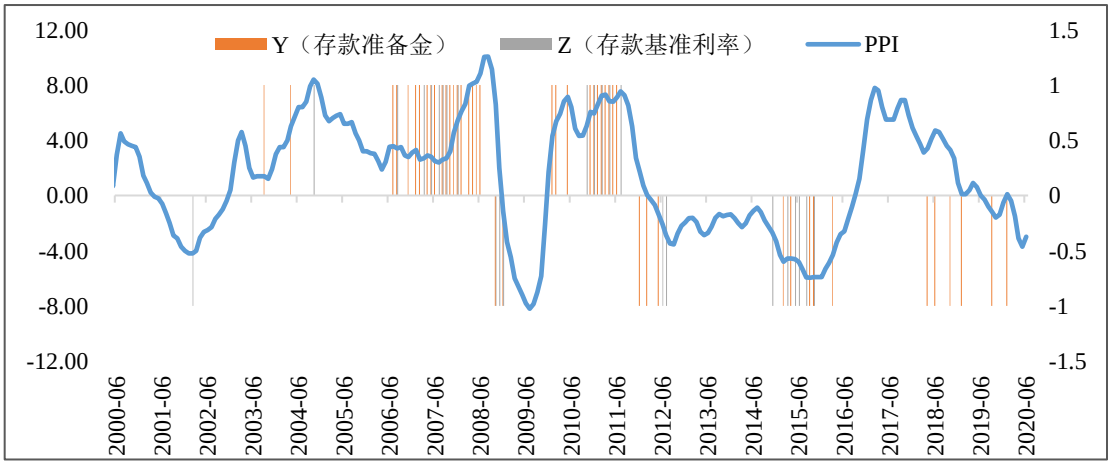
总结来看，已经或将要退出的货币政策工具主要有针对疫情出台的一些特殊、阶段性的货币政策工具（主要是结构性货币政策工具）。当额度使用完毕，或当政策设定的情形不再适用的时候这些货币政策工具就自动退出了。**目前，已经退出的货币政策工具包括：**3000 亿的专项再贷款、5000 亿的支持复工复产的再贷款再贴现，以及春节后的超额公开市场投放。**未来将会退出的货币政策工具包括包括：**1 万亿再贷款再贴现，以及两项创新直达实体工具，普惠小微贷款延期还本付息和央行购买地方银行普惠小微信用贷款。

（二）中期来看：“宽信用”的基本面不会变

生产价格指数（PPI）与货币政策松紧程度变化趋势最为接近。货币政策松紧程度不仅与央行调整存款准备金率和利率相关，还与公开市场操作、信贷政策、监管政策相关。从 2000 年至今，PPI 的 3 次由正转负，也导致了货币政策 3 次大的宽松；当 PPI 由负转正时，货币政策相应有所收紧；PPI 为正数的时候，货币政策大多数也是处于收紧的状态。

经济结构特征决定 PPI 与货币市场变化趋势联系紧密。我国货币政策的最终目标较多，包括经济增长、物价稳定、国际收支平衡和充分就业。由于我国经济的结构特征，PPI 与货币市场的变化趋势高度一致，这主要与我国目前的经济金融现状相关，以及国企影响力较大、经济依靠投资、指标不够完善等等。且在目前的指标体系中，很难找出一个类似 PPI，能综合反映这些信息的指标。根据国际经验，货币政策的目标最终会演化为通货膨胀目标制，而在我国，PPI 比 CPI 更能全面反映我国的通货膨胀情况。所以在实际操作过程中，不管是无意还是刻意，货币政策的目标更能体现在 PPI 变化趋势，以此能有效的判断货币政策和利率的变化。

图表 6、货币政策紧盯着 PPI 指数



资料来源：Wind，西部担保研发部

注：Y（存款准备金政策）：当 Y=-1，表示央行实行降准政策；Y=1，央行实行升准政策；

2018 年的三次降准均为定向降准，因此发生在 PPI 下降但非负时。

同理，Z（存款基准利率）：Z=-1，表示央行实行降息政策；Z=1，央行实行升息政策

从上图 PPI 和货币政策的调整过程中，可以发现几条规律：

一是央行降准降息只发生在 PPI 为负值或下降趋势之时。降准主要发生在 PPI 有下滑趋势或为负时；降息仅发生在 PPI 为负时，仅在 2008 年的降息 PPI 未是负值，但 PPI 处于下降趋势。

二是央行升准加息只发生在 PPI 为正值之时，从过去历史来看，无一例外。

三是 PPI 下降幅度越大，央行货币政策放松节奏力度越快。

2019 年 6 月后，PPI 指数再度由正传负，持续到 2020 年 1 月转正，紧接着再度传负，并持续扩大。截至今年 6 月，PPI 指数当月同比为-3%。从目前的趋势来看，在 PPI 指数不再大幅度下降的情况下，下半年降准、降息的概率较低，当前的货币政策将会持续，直至 PPI 指数再度转正，才有可能提高准备金率。因此，目前的“宽信用”局面还将持续到 2020 年底。

（三）长期来看：利率下降的趋势不变

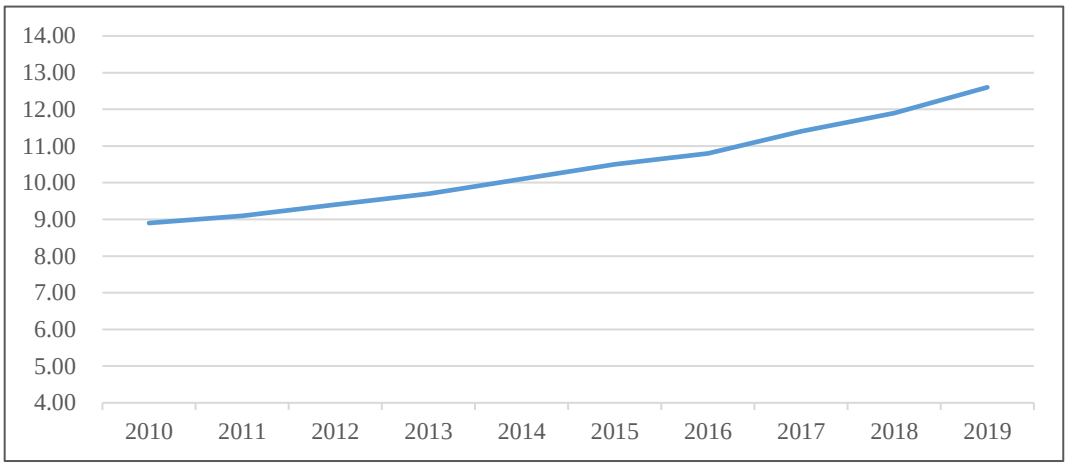
一方面，从国际主要经济体的发展可以看出，市场利率会随着人口老龄化程度而下降，老龄化与利率具有较强的相关性。研究表明，人口老龄化的趋势会遏制总需求，需求疲弱，叠加外部环境变差，经济下行压力进一步加大。经济下行与中长期通缩风险的双重压力下，暂时只能通过降准减税等工具，稳定了宏观经济和需求。另一个方面，中央加强减税降费、让利实体经济的政策。银行通过降低贷款利息来让利给实体经济（不包括房产）。如今年央行公布的 1.5 万亿让利主要对象是实体企业，不包括个人，因此个人住房贷款利率下降等不包括在让利范畴当中。

图表 7、65 岁及以上人口占比与利率的相关系数

指标	存贷款利差		存款利率		贷款利率	
	系数	对应年份	系数	对应年份	系数	对应年份
世界	-0.72	1992-2015	-	-	-	-
中国	0.77	1980-2015	-0.69	1980-2015	-0.51	1980-2015
美国	-	-	-	-	-0.05	1960-2015
日本	-0.94	1960-2014	-0.86	1960-2015	-0.94	1960-2014
德国	0.44	1978-2002	-0.24	1978-2002	-0.02	1978-2002
法国	-0.35	1974-2004	-0.68	1966-2015	-0.81	1974-2004
意大利	-0.24	1978-2003	-0.91	1978-2003	-0.94	1978-2015
西班牙	-0.58	1979-2002	-0.91	1979-2002	-0.91	1978-2002

数据来源：根据世界银行数据库整理计算

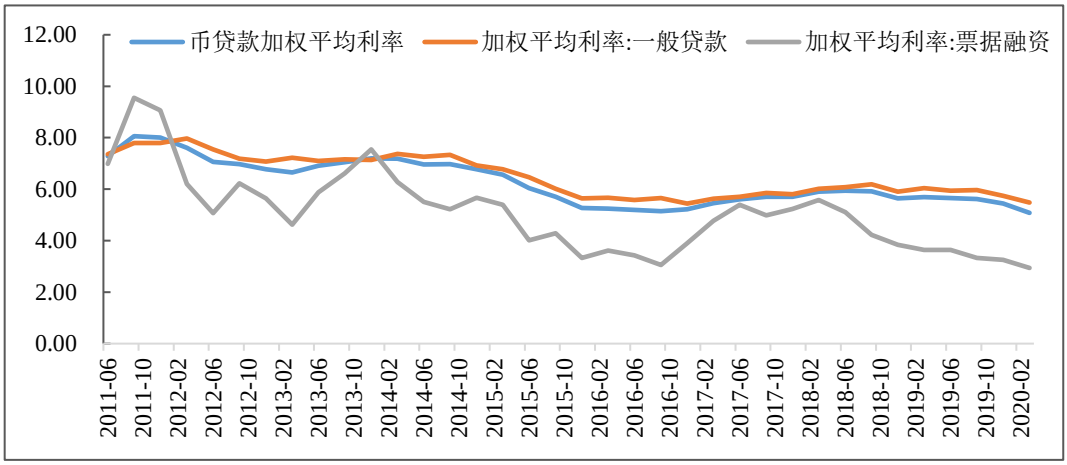
图表 8、国内 65 岁及以上人口占比持续上升



资料来源：Wind，西部担保研发部

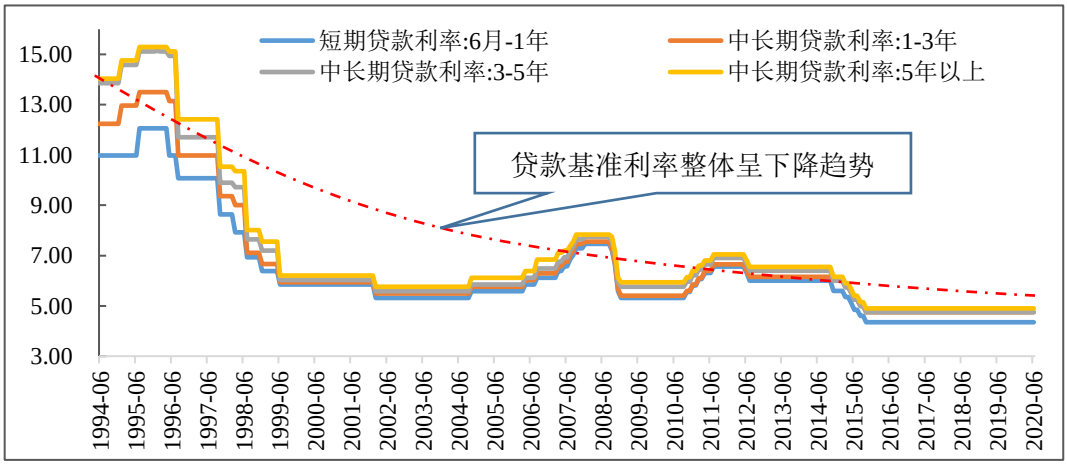
65 岁人口占比和利率之间的相关性很高，国内老龄化日趋严重，消费热情降低，让利率上行的空间有限。

图表 9、金融机构人民币贷款加权平均利率呈下降趋势



资料来源：Wind，西部担保研发部

图表 10、人民币贷款基准利率整体呈下降趋势

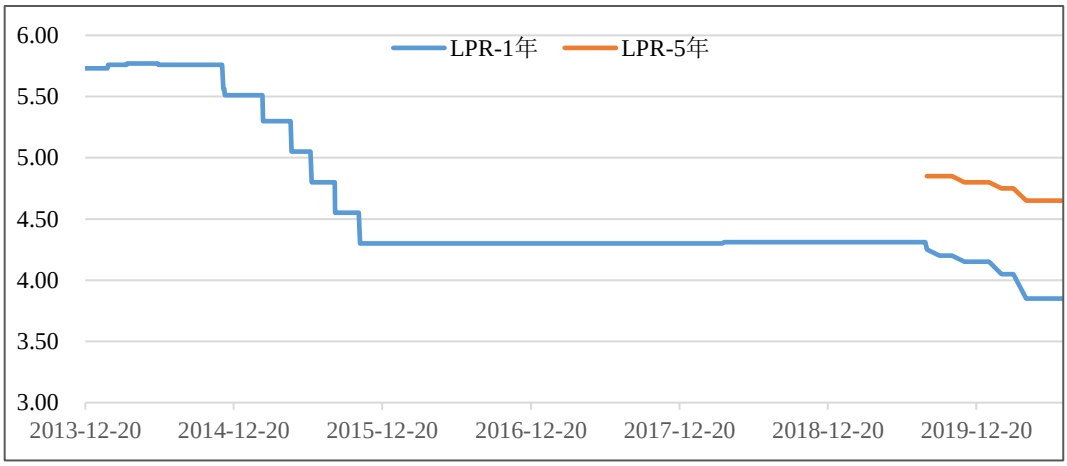


资料来源：Wind，西部担保研发部

从图 9、10 可以看出，不管是金融机构贷款加权平均利率还是人民币贷款基准利率

均呈下降趋势。

图表 11、贷款市场报价利率也表现为下降趋势



资料来源：Wind，西部担保研发部

今年，LPR（贷款市场报价利率）迎来有史以来的最大降幅——1 年期 LPR 为 3.85%，较上期下调 20 个基点；5 年期以上 LPR 为 4.65%，较上期下调 10 个基点。至此，房贷基准利率降至 20 年以来的新低！

四、宽松货币拐点后的市场反应

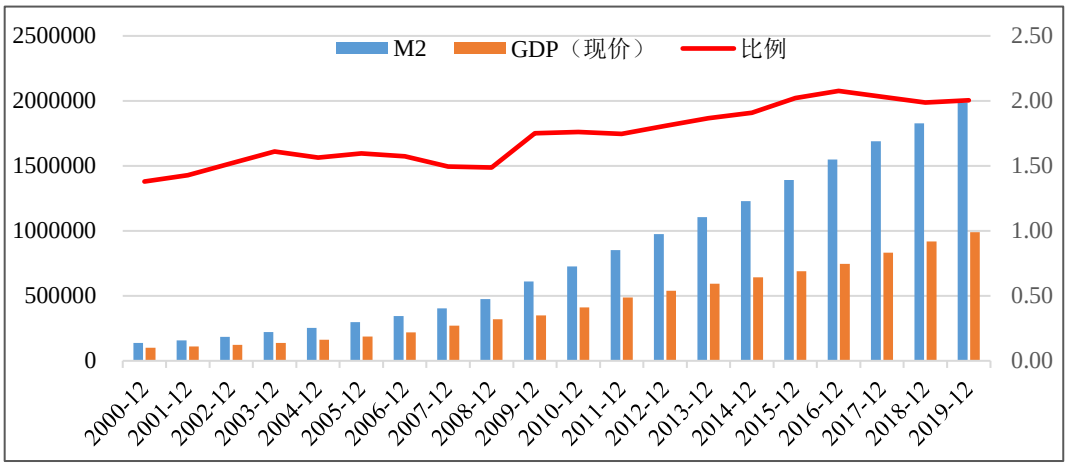
综上所述，根据最近的政策综合分析来看，2020 年下半年“信用宽松”将持续，宽松的货币供应将保持市场充分的流动性。然而宽松的货币供给不会永久存在，即使现有的存款准备进率不变，市场终究会消化货币政策带来的效应，后市随着货币宽松拐点的出现，届时将对股市、楼市、债市、中小微企业融资等产生一定的影响。

（一）对股市、楼市的影响

1.宽松时期：货币超发，股价、房价齐涨

长期来看，一个国家的货币供给和 GDP 的增长是要成比例的。从过去几年的数据可以看出，国内货币供给明显高于 GDP 增加，以两者的比例来看（M2/GDP），总体呈现上升趋势。从长期来看，货币供给大于经济增长，供过于求局面将持续。

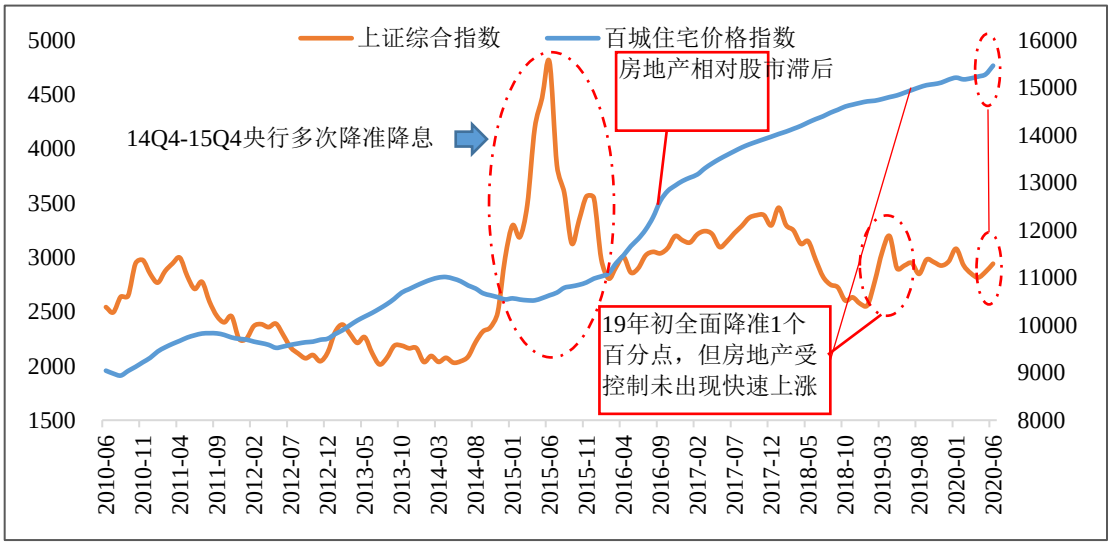
图表 12、M2 与 GDP 比值趋势



资料来源：Wind，西部担保研发部

从短期来看，去年我国 GDP 增长是 6.1%，M2 增长速度是 8.3%左右，之间相差 2 个点左右，今年 2-6 月份，我国 GDP 是负增长，但 M2 增长速度 3 月份是 10.1%，后来这三个月都是 11.1%。也就说货币增加很多，增加的货币势必影响价格：一是 CPI（消费品价格）；二是 PPI（工业品价格）；三是资产价格（股价和房价）。CPI 和 PPI 快速上涨的可能性不大，因为国内消费品供给充足，CPI 上涨可能性不大。工业品中有些产业国内明显过剩了，给再多的钱也不会主动投资，因此 PPI 上涨幅度也不会太大。**最终钱可能都涌向了资产价格，就是股价和房价。**最近股价连扬，房地产销售火热，也反映了这点。

图表 13、宽松货币政策对股市和楼市的影响



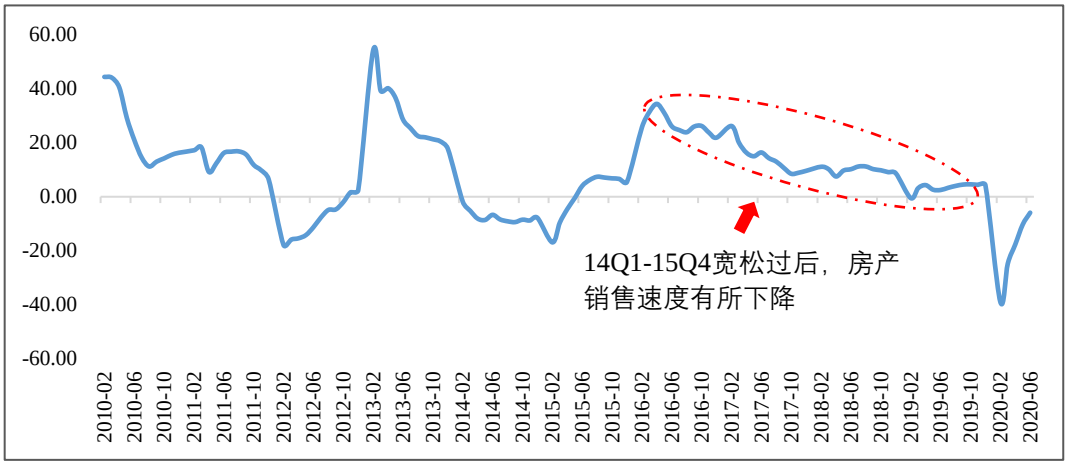
资料来源：Wind，西部担保研发部

2.宽松过后：股市基本都会回调，楼市主要看监管政策

从图表 13 可以看出，股市对于货币政策较为敏感，随着宽松货币政策被市场消化，在基本面没有改变的前提下，股市都会有一定的回调。目前，央行主要支持实体经济为

主，故选择了定向降准的货币工具，而定向降准过后，从历史来看，股市回调的幅度也相对较小。至于楼市即使宽松拐点出现，只会影响房产交易数量和房价上涨速度。

图表 14、全国商品房销售面积：期房-累计同比



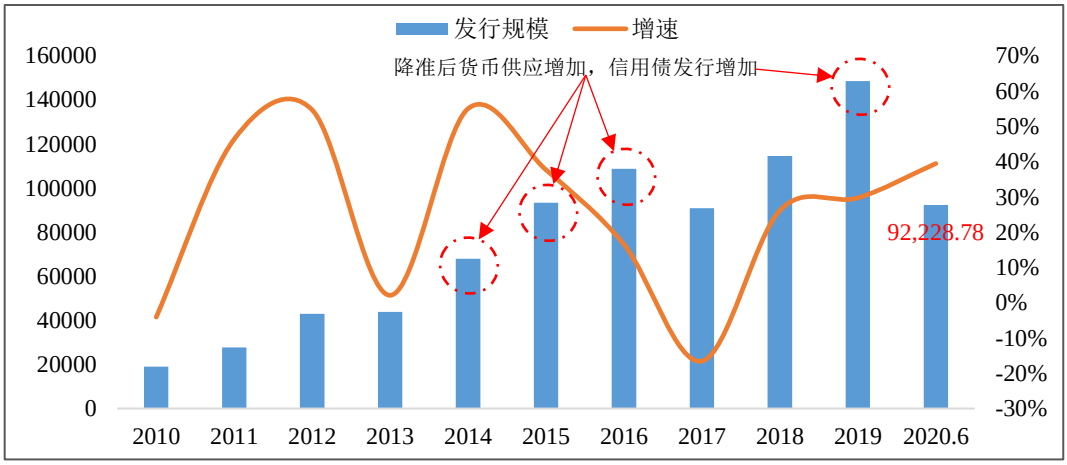
资料来源：Wind，西部担保研发部

（二）对债市的影响

1.宽松时期：融资成本下降，信用债发行增速

每次货币宽松开始，信用债发行明显增加。2014-2015 年央行先后多次降准降息，市场上货币较为宽松，信用债发行明显增加，2014 年信用债发行同比增加 54.98%，2015 年同比增加 37.63%，2016 年增速下降至 16.49%。2019 年央行也实行了降准，货币相对宽松，信用债发行速度增加至 29.71%。

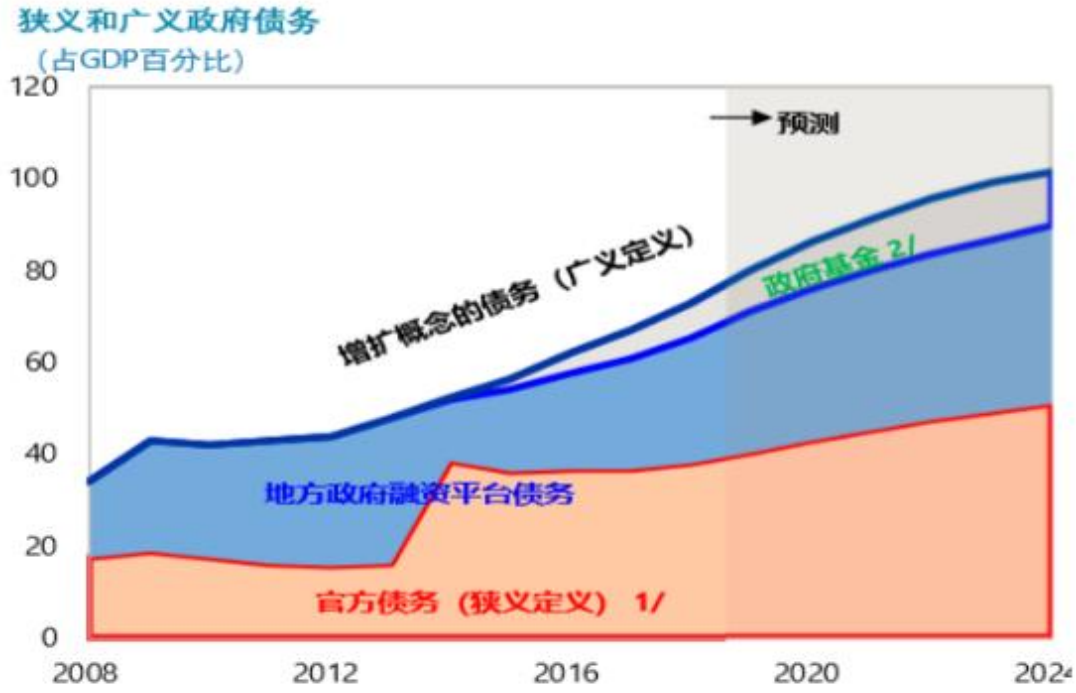
图表 15、几次货币宽松时期信用债发行增速



资料来源：Wind，西部担保研发部

货币宽松时期，宏观负债率增加。2020 年为应对疫情和经济下行，央行采用相对宽松的货币政策，此次货币宽松，使得政府、居民、企业的杠杆率均有所提升。其中，政府赤字率提升至 3.6%，一方面中央财政赤字增加 1 万亿至 3.76 万亿，同时还发行 1 万亿的特别国债（灾害国债），两项合计加起来接近 5 万亿。另一方面地方政府债务也相

应的增加至 3.76 万亿。综合来看，今年政府差不多增加 8.52 万亿。此外，上半年个人和企业债务也有所增加，共计 12 万多亿，其中个人 3 万多亿，企业 8 万多亿。如果下半年按照上半年增速来预测，全年接近 25 万亿，加上政府的接近 9 万亿，今年全国新增债务是 34 万亿。GDP 按照增长 3%算的话，今年新增 GDP3 万亿。也就是说债务是 GDP 的 10 倍以上，宏观杠杆增加太多[1]。



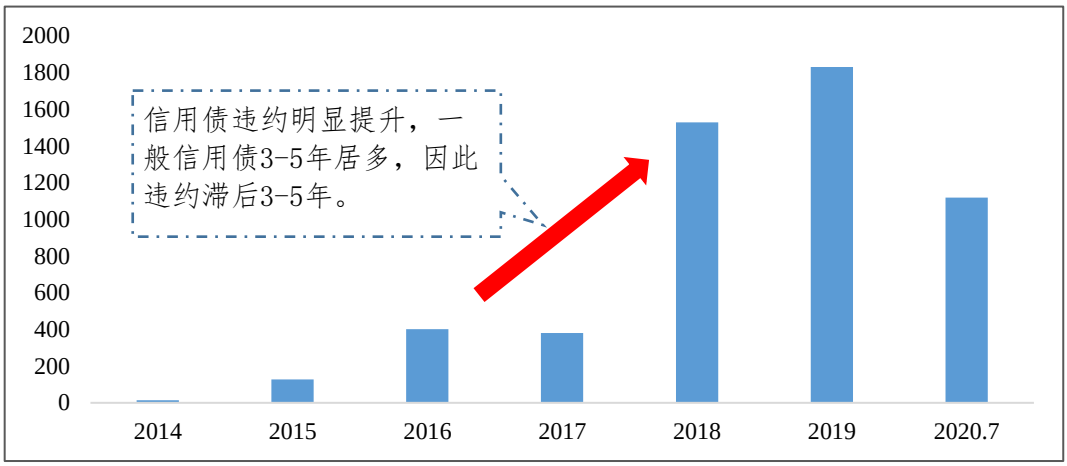
来源：IMF工作人员的估计。
1/ 数据截至2017年，2018年是估计值，2019年是预测值。2014年的大幅上升反映了官方确认相当于GDP 22%的地方政府融资平台债务。
2/ 政府引导基金和专项基金。只包括社会资本部分。

2.宽松过后：信用债违约明显抬头，民营企业债风险增加

宽松过后，债券违约规模增加。2018-2019 年信用债违约率明显增加，主要因为 2014-2015 年宽松时期信用债发行增加，加之债券期限 3-5 年居多，因此 2018-2019 是还债的高峰期，故违约增加。据统计，2018 年信用债违增加至 1529.25 亿元，同比增长了近 3 倍。2019-2020 年之间的宽松使得宏观杠杆率增加，如前文计算，仅 2020 年增加企业债务 16-17 万亿，是新增 GDP 的近 5 倍，显然债务增加明显超过 GDP 增加，根据信用债 3-5 年的期限，2023-2024 年将是违约的高峰期，届时企业债违约率会进一步增加。

[1] 数据来源：清华大学文化经济研究院魏杰教授的一次答记者问：http://news.ifeng.com/c/7y6nqR3J2hj

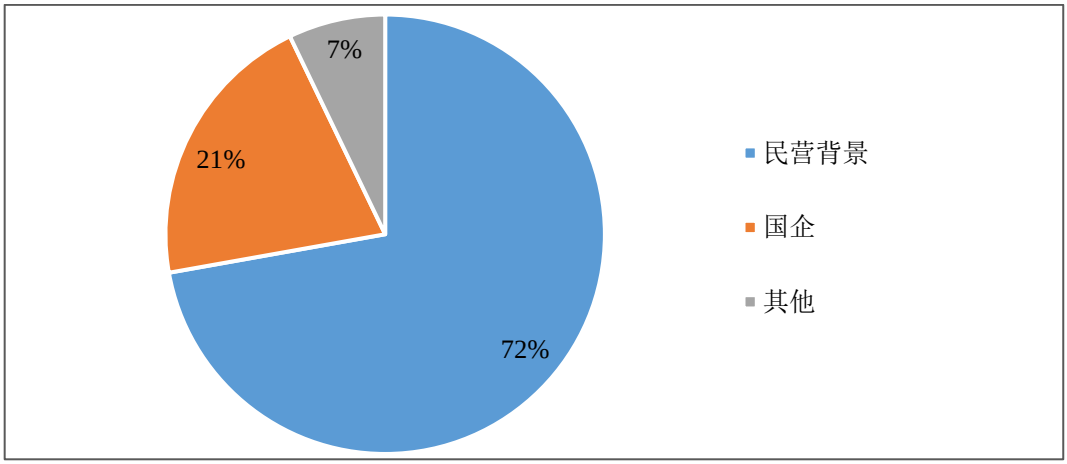
图表 16、2014-2020.7 信用债违约规模



资料来源：Wind，西部担保研发部

从违约信用债的背景来看，民营企业依旧是违约的主力军。截止 2020 年 7 月 20 日，信用债违约规模 5401.81 亿元，其中民营主体违约 3899.96 亿元，占比 72%。地方国企违约 444.36 亿元，仅占 8.2%。

图表 17、信用债违约主体分布



资料来源：Wind，西部担保研发部

（三）对小微企业融资的影响

1.宽松时期：实体经济融资成本下降，加大支持小微企业力度

从今年货币政策的内容来看，三次降准央行均提到支持小微企业、民营企业等实体经济发展。定向降准更是完善中小银行实行较低存款准备金率的“三档两优”政策框架的重要举措，有利于促进服务基层的城市商业银行加大对小微、民营企业的支持力度，从而促进实体经济的发展。

从政策操作来看，6 月总量政策继续保持谨慎适度，但结构性政策仍在加码。一方面，6 月总量性政策发力的预期再次落空。6 月 17 日国常会降息降准预期落空，央行仍以公开市场操作为主，量缩、价平，6 月 18 日重启 14 天逆回购，抚平特别国债发行、

跨季、跨半年带来的短期流动性波动。另一方面，结构性政策仍在加码，重点是精准滴灌、直达实体。

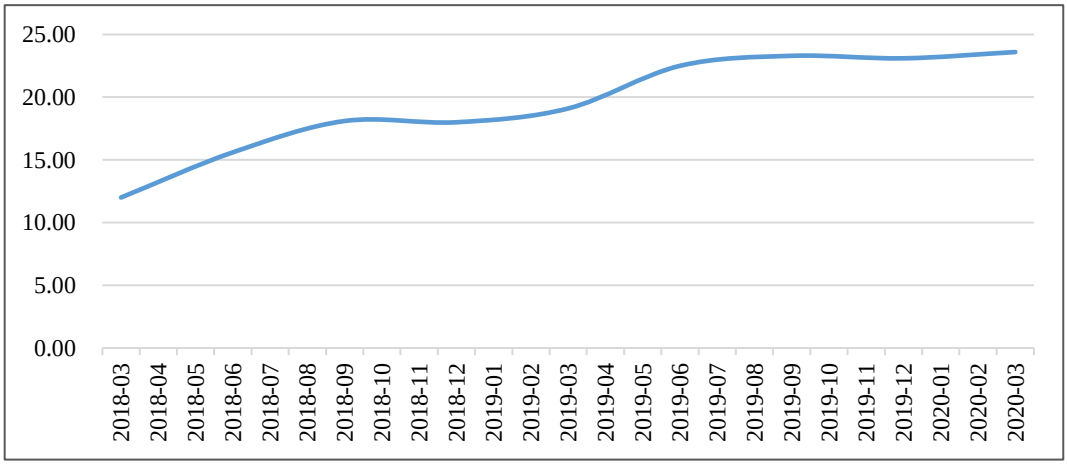
从支持的方式来看，2020 年 7 月 10 日央行新闻发布会提出 1.5 万亿让利实体经济。主要通过专项再贷款、再贴现额度等方式，支持中小微企业。一方面加大再贷款再贴现的额度，另一方面降低小微企业贷款利率。2020 年 5 月新发放普惠小微贷款的平均利率为 5.23%，比上年末降低了 0.65 个百分点。

图表 18、再贷款再贴现额度

时间	对象	内容
2020.2	抗疫重点企业“三农”、小微企业	新增专项再贷款额度 3000 亿元； 新增支农、支小再贷款和再贴现额度合计 5000 亿元
2020.3	中小微企业	新增再贷款再贴现额度 1 万亿元

资料来源：《中国货币执行报告 2020 第一季度》，西部担保研发部

图表 19、小微企业融资贷款余额增速

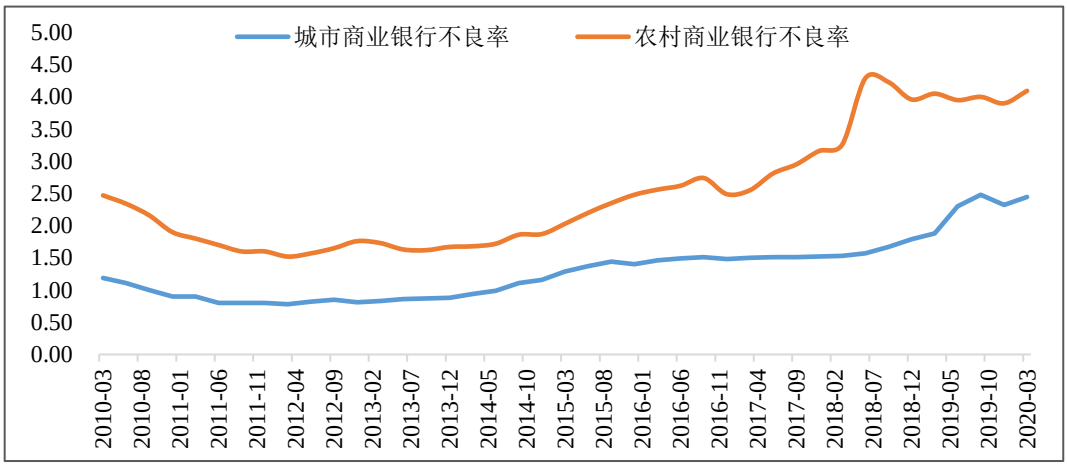


资料来源：Wind，西部担保研发部

2.宽松过后：小微企业不良抬头

作为小微、三农企业的主要服务银行城商行、农村银行的不良率也有所抬头，次轮宽松过后，其不良率还会增加。

图表 20、城商行、农商行的不良率持续增加



资料来源：Wind，西部担保研发部

五、担保公司后宽松时代的布局

（一）面临的风险

1.债券增信业务面对的风险

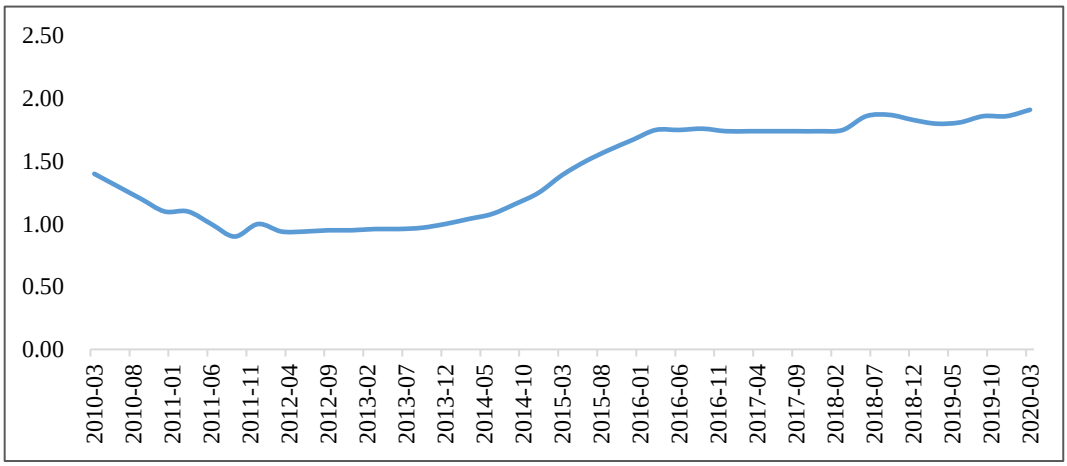
货币宽松时期，债券发行量明显增加（如图 15）。然而宽松拐点出现之后，违约率明显增加（如图 16），而且民营背景主体成为违约的主力，根据《基于信用债违约概率模型评估债券业务风险》[2]研究发现，信用债的风险因素中，民营背景主体是造成信用债违约主要因素之一，一旦信用债主体是民营背景，其信用债违约率提升 20.37%。因此对于为民营企业发债提供增信的业务要特别关注，随时研判企业的经营数据及行业变化，做到提早识别风险，谨慎介入。

2.银行贷款业务面对的风险

近几年，商业银行的不良率呈上涨趋势。目前整个商业银行不良率处在 1.91%，已处在 2010 年以后的高位。担保机构传统业务主要是银行贷款担保，银行的不良贷款在一定程度上反映担保机构的风险。

[2]刘元鹏. 基于信用债违约概率模型评估债券业务的风险研究[J]. 中国证券期货,2019(05):69-74.

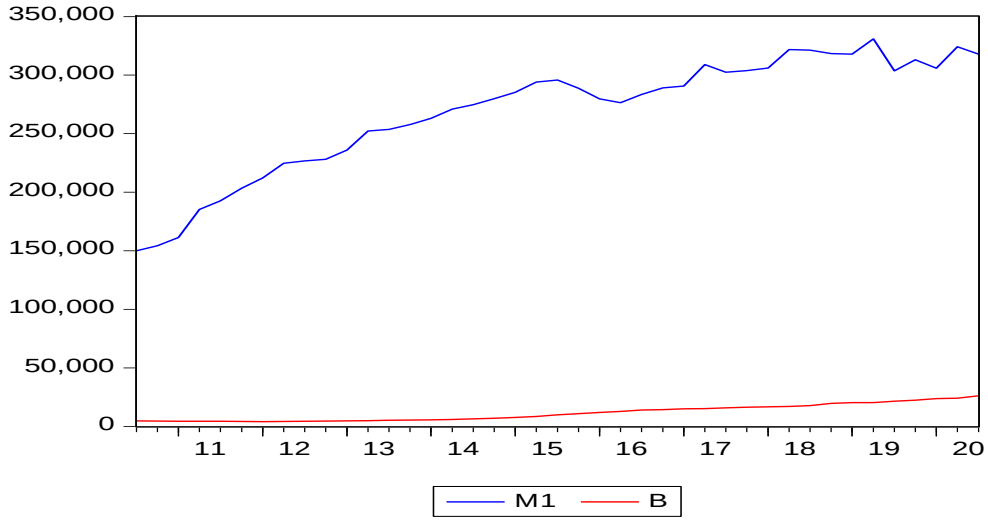
图表 21、商业银行不良贷款率趋势



资料来源：Wind，西部担保研发部

实证研究发现，银行不良贷款额与基础货币量之间具有较强的相关性，从图表 22 可以看出，两者变化趋势基本一致。图表给出了两者的相关系数，从表中我们可以看出，不良贷款在之后 8 期，即滞后两年的情况下与基础货币的相关性最强。这里可以这样理解，当基础货币增加时，银行放贷增加，各类企业容易从银行获得资金（2020 年上半年就是这种情况）。然而随着后市宽松政策结束，企业还款困难，银行不良率必然提高。从数据来看这个滞后期一般为 2 年，即宽松政策过后的 2 年将是贷款违约的高峰期。

图表 22、商业银行不良贷款与基础货币量趋势图



图表 23、基础货币量与不同滞后期银行不良贷款相关性

Correlation

Probability	M1	B	B1	B2	B3	B4
M1	1.000000 -----					
B	0.787356 0.0000	1.000000 -----				

B1	0.829551	0.985358	1.000000			
	0.0000	0.0000	-----			
B2	0.861129	0.961384	0.978945	1.000000		
	0.0000	0.0000	0.0000	-----		
B3	0.768808	0.938877	0.934125	0.967871	1.000000	
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-----	
B4	0.645480	0.873014	0.860100	0.881639	0.957276	1.000000
	0.0005	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	-----

注：M1表示基础货币；B表示商业银行不良贷款；B1表示不良贷款的增速滞后4期（季度数据4期等于1年）；同理B2、B3、B4分别是滞后2年、3年、4年。

资料来源：西部担保研发部

进一步研究发现，将基础货币和滞后 2 年银行不良贷款分别取对数，再进行回归处理，结果如下表所示。

变量	系数	E统计量	t-检验	伴随概率.
LM1	4.357719	0.550777	7.911942	0.0000
C	-45.82151	6.922294	-6.619411	0.0000
R^2	0.668799	F-检验		62.59883
F-检验伴随概率	0.000000	D-W检验		2.217915

料来源：西部担保研发部

从回归的结果来看，整体是显著的（R2=66.87%>50%）。LM1 表示对 M1（基础货币）取自然对数，LB 是对 B（银行不良贷款）取自然对数，LM1 的系数是 4.36，表示当基础货币增加 1%是，2 年后银行不良贷款率将增加 4.36%。2020 年 1 季度，基础货币增速为 4.64%，预计 2 年后银行的不良贷款率增加 4.81%。定性来看，央行选择宽松货币政策，货币供应增加，当期企业、个人贷款增加，在未来的违约概率增大，未来银行不良率就会上升，为贷款提供担保的融资担保机构面临的风险增加。

（二）应对策略

1.发债业务尽量避免民营发债主体

从前文分析可以看出，货币宽松时期，融资成本下降，融资需求增加。很多企业自己或者通过担保增信发债，必将是企业的宏观杠杆率增加。随着货币宽松政策结束，将面临政策层面的稳杠杆或者是降杠杆，后期一方面面临还本付息压力，另一方面应对市场流动性不足，这种情况下很容易债券违约，从而使得为其提供担保的公司面对信用风险。故在宽松时期尽量避免给民营主体提供增信，特别是一些产业相对落后，或者不符合国家产业政策的企业。

2.适当放缓贷款担保业务增速

货币宽松期，各类贷款业务增加。由于企业融资变得容易，因此提供的担保物会相应下降，这样很容易为宽松过后埋下危机。因此对于宽松时期的贷款业务，要严格执行公司规范，尽量不降低担保物标准。此外，要加强尽调的深度广度，多做对比，对后市的不利政策作出研判，防止宽松过后的企业流动性风险。

（作者：西部（银川）担保有限公司 研发部）

热点聚焦

保险

香港市场首现A股正反杠杆产品

2008 年出海的公募基金香港子公司持续根植于市场需求创新不断，近期香港市场首现A股正反杠杆产品，引起市场广泛关注。

据中国基金报记者了解，目前香港市场出现针对沪深300指数正反杠杆等产品，至少有两家基金香港子公司在布局此类产品。南方东英首席执行官丁晨表示，市场对此类产品需求巨大，预计未来1至2年，中国A股杠反产品市场总规模将超过30亿美元。

香港市场迎来A股对冲工具

此前针对A股对冲类产品，在香港市场上有涡轮和牛熊证，此次香港市场出现首批中国A股杠反产品，引起市场关注。

据记者了解，南方东英沪深300指数每日杠杆（2x）产品和南方东英沪深300指数每日反向（-1x）产品于7月27日在港交所上市，该产品获准认可日期为7月22日。华夏香基金（香港）有限公司也发布了华夏Direxion沪深300指数每日反向（-1x）产品、华夏Direxion沪深300指数每日杠杆（2x）产品，认可日期为7月24日。

单纯从名字来看，沪深300指数每日杠杆（2x）产品，是指紧贴沪深300指数每日表现2倍的回报，若当日沪深300涨幅1%，那么，该产品涨幅应该为2%；沪深300指数每日反向(-1x)产品，是紧贴沪深300指数每日表现反向1倍的回报，若当日沪深300跌幅为1%，那么，该产品涨幅为1%。

南方东英相关人士表示，南方东英这两只杠杆产品均采用基于掉期的合成仿真策略来实现投资目标。目前这两个产品的交易价格均为7港元，每手交易均为100，入场费均约为700港元。作为香港市场首批中国A股杠反产品，这两只产品成立之初吸引了约2.7亿美元的初始投资。

谈及设计A股杠反产品的初衷和难点，南方东英相关人士表示，中国A股是全球第二大股票市场，但由于中国资本市场并未完全对国际投资人开放，而中国离岸市场与中国A股相关的金融衍生品有限，限制了国际投资人投资中国A股的意愿。尽管在美国和其他亚洲地区已有中国A股相关的杠反产品上市，但由于交易时间差异、市场准入限制等原因，这些已发行的中国A股杠反产品都有一定的局限性。南方东英在香港推出中国A股杠反产品，将使全球投资者能够轻松、高效、灵活地放大A股表现，以及对冲中国A股的下行风险。“由于A股杠杆反向产品是以掉期合约来达到投资目标，所以产品设计

尤为重要。对掉期合约对手的选择，产品持仓结构的设计，控制产品的运营成本，是产品的难点和核心。”

此外，香港市场上还有其他中资机构也布局A股杠反产品。香港证券及期货事务监察委员会投资产品部执行董事蔡凤仪表示，“A 股杠反产品将有助于满足投资者对 A 股市场对冲和风险管理工具日益增长的需求。A股杠反产品的上市是香港资产管理行业的重要里程碑。”

A股杠反产品带来新玩法

香港市场A股正反杠杆产品给机构投资者和普通投资者带来不少新玩法。比如A股主要以散户为主，表现出追涨杀跌的特性。在市场连续涨，或者融资比例大幅提升等做多信号出现的时候，买入杠杆产品放大收益。在市场连续跌，或者融资比例大幅缩水时，可以买入反向产品对冲风险。

同时，A股牛短熊长，短期内的趋势上涨，杠杆产品可以加倍放大收益。在长期震荡的熊市中，也可以杠杆产品反向产品灵活应用来寻求双边机会。

此外，A股较H股有一定溢价，当溢价处于低位，可以买入A股杠杆产品+H股反向产品来套利；当溢价高位，可以利用相反的策略进行部署。

业内人士也提醒需要注意一些风险：第一，港股交易时间比A股长，在A股已经关市的时候，在港股交易的A股杠杆反向产品的价格可能由于市场预期影响出现和资产净值的偏差；第二，在A股出现大幅度异动如涨停跌停这些极端情况下，A股杠反产品的价格可能出现明显的折溢价状况；第三，杠杆反向产品也需要注意产品的复合效应等问题。

此外，由于掉期交易的成本比股指期货交易成本为高，所以，A股杠杆反向产品的追踪误差可能较恒指杠反产品大。

相关产品空间巨大

业内人士认为，A股正反杠杆产品空间巨大。

南方东英首席执行官丁晨表示，“鉴于市场需求巨大，对中国 A 股杠反产品的上市充满信心。我们估计在未来1~2年内，中国A股杠反产品市场规模会是现有恒生指数杠反产品规模的2~3倍，总规模将超过30亿美元。”

南方东英销售和产品策略主管和弦表示，沪深300指数是南方东英中国A股杠反产品首个追踪指数，未来将会推出有更多追踪其他中国A股指数的杠反产品，丰富中国A

股杠反产品线。希望未来离岸市场会有越来越多A股配套产品，吸引更多的全球投资者参与投资中国A股，促进中国A股的健康发展。

不少海外投资者也看好A股中长期的投资价值。南方东英人士表示，今年新冠肺炎疫情在全球暴发，中国是最先走出疫情影响的国家，这对A股无疑是最大的短期利好。而且A股经历了多年的底部震荡，一直保持在估值水平很低的位置，现在也开始强势拉升，同时，融资水平提升，板块轮动上涨等现象都指向A股短期内的上涨趋势。中长期来说，A股作为全球第二大股市，中国作为全球第二大经济体，在全球投资人的资产配置里却处于严重低配的状态。随着A股被逐步纳入全球主要指数，A股在全球投资人配置表里的占比稳步上升。虽然近期出现中美关系转差等情况，但仍认为A股的中长期投资价值会逐步凸显。

（文章来源：中国基金报）

解读：

目前香港市场出现了针对沪深300指数正反杠杆等产品，并至少已有两家基金香港子公司在布局此类产品，在近期A股市场波动之下可谓引人注目。所谓杠杆ETF是指通过运用股指期货、互换合约等杠杆投资工具，实现每日追踪目标指数收益的正反向一定倍数，如1．5倍、2倍甚至3倍。此前，针对A股对冲类产品，香港市场上有涡轮和牛熊证，但运作都过于复杂，因为正反杠杆ETF的基本运作模式与传统ETF相似，在A股市场经历大幅波动之际，不失为一种放大收益的理想投资工具。

精彩推荐

信托

上半年信托公司业绩分化加剧 警惕局部风险恶化

新华财经上海7月23日电（记者 王鹤）截至目前，68家信托公司中有61家披露了未经审计的上半年业绩。数据显示，上半年信托公司营业收入有所增长，信托公司分化再加剧，净利润呈现“冰火两重天”。然而，二季度开始，信托风险加速暴露，需警惕行业局部风险恶化。

信托公司分化加剧净利润冰火两重天

数据显示，61家信托公司平均净资产达到102.94亿元，较去年末全行业67家信托公司平均总资产母公司数93.04亿元有增长，增速达到10.64%。

“信托公司上半年固有净资产的提升，主要有三方面因素：一是由上半年实现的利润贡献，61家公司中有58家信托公司盈利；二是部分信托公司进行增资，对平均资本实力提升有促进作用；三是去年未分配利润的积累。”中诚信托战略研究部称。

从营业收入来看，61家信托公司上半年平均实现营业收入9.27亿元，与去年同期行业平均相比增加0.78亿元，同比增长9.14%。

值得关注的是,营业收入排名前十的信托公司上半年平均实现营业收入26.29亿元，较去年同期同比增长25.36%，远超行业平均增速。排在首位的重庆信托今年上半年营业收入为34.5亿元，中信信托上半年营业收入33.31亿元，位居第二；平安信托营业收入33.05亿元，位居第三。

不过，61家信托公司上半年平均实现利润总额6.09亿元，较去年同期行业平均水平减少0.01亿元，同比略降0.21%；平均实现净利润4.69亿元，较去年同期平均水平减少0.04亿元，同比略降0.92%。

61家信托公司中有58家信托公司实现盈利，3家信托公司亏损，亏损的主要原因是投资收益亏损较大、资产减值损失较多。

净利润排名前三中，平安信托上半年净利润22.83亿元，重庆信托净利润17.29亿元，华能信托净利润15.26亿元。

61家信托公司中，33家净利润实现同比增长，增速超过100%的共3家，净利润增速位于20%-100%区间共19家，位于0-20%区间的11家，位于-20%-0区间的有11家，13家降幅超过20%。

“信托公司的净利润增速显著分化，呈现冰火两重天的局面。”百瑞信托的研究报告指出。

行业集中度提高竞争格局正在变动

上半年，信托公司主要经营指标的行业集中度持续提升，头部信托公司竞争优势更加显著。

中诚信托战略研究部分析指出，营业收入指标方面，CR10 指标从去年同期的 44.75%提高到 46.49%，前十信托公司上半年平均每家公司营业收入增长 5.32 亿元。手续费及佣金净收入收入指标方面，CR10 指标从去年同期的 45.89%提高到 47.59%。净利润 CR10 指标也从去年同期的 46.27%提高到 47.88%，贡献了近半的行业盈利。

百瑞信托亦表示，上半年，信托公司净利润的集中度处于较高水平，排名前 4 的信托公司净利润合计占比高达 25.89%，且较 2019 年同期有进一步的提高。整体来看，信托公司净利润的集中度有提高的趋势。

与此同时，行业竞争格局出现变动趋势。重庆信托、光大信托、五矿信托、华能信托在营业收入、手续费及佣金收入、净利润等一个或多个指标上进入行业前五；另一方面，部分信托公司在主要指标的排名跃居行业前二十，如陆家嘴信托、英大信托、昆仑信托等，表现出一定的上升趋势和发展潜力。

“未来一段时间将是信托公司重要的转型期，经营情况良好的信托公司将具有更好的转型基础，暂时面临较大经营困境的信托公司有一定的掉队风险。”百瑞信托表示。

信托风险加速暴露警惕局部风险恶化

今年以来，信托业资产风险率持续上升，四川信托、安信信托等公司信托产品的较大规模违约引发市场高度关注。

中国信托业协会数据显示，截至今年 1 季度末，信托全行业风险项目有 1626 个，风险资产规模 6431.03 亿元。信托资产风险率连续九个季度走升，一季度末风险率达 3.02%，再次突破历史最高水平。

用益金融信托研究院统计数据显示，今年二季度，信托违约次数发生约 97 起，四五六月单月信托发生违约次数分别为 33 起、23 起，41 起，涉及金额总计超过 430 亿元。

在二季度信托违约风险事件中，工商企业风险违约处于高位，共计 53 笔，累计金额 314.4 亿元；基础产业违约数量相对较少，共计 11 笔，累计金额 26.75 亿元。

信托行业资深专家认为，信托风险率上升，与债券违约规模、银行不良信贷规模上升趋势一致。后续看，内外部环境较为复杂，可能使得部分信用风险继续暴露，信托行业风险状况将持续处于近年来高位水平。

该专家建议，监管部门可逐步压缩融资类信托规模，降低风险敞口，对风险较高的信托公司进行重点监测，指导其通过资产处置、引进战略投资者等方式加快风险处置速度。整体而言，监管部门应继续推动信托公司转型，充分提升风控能力，夯实发展基础，回归信托本源。（完）

（文章来源：新华财经）

解读：

今年以来，信托业资产风险率持续上升，四川信托、安信信托等公司信托产品的较大规模违约引发市场高度关注。数据显示，上半年信托行业风险加剧，截至今年1季度末，信托全行业风险项目有1626个，风险资产规模6431.03亿元。信托资产风险率连续九个季度走升，一季度末风险率达3.02%，再次突破历史最高水平。二季度，信托违约次数发生约97起，涉及金额总计超过430亿元。数据显示，信托风险率上升，与债券违约规模、银行不良信贷规模上升趋势一致。后续看，内外部环境较为复杂，可能使得部分信用风险继续暴露，信托行业风险状况将持续处于近年来高位水平。

对上半年经济复苏的三个基本判断

在近期举行的2020金融四十人年会上，中国金融四十人论坛（CF40）学术委员、安信证券首席经济学家高善文就我国二季度经济数据发表点评，给出了三个基本结论：

一是，工业生产部门经济快速恢复的过程已基本结束，经济活动整体稳定在略低于疫情之前的水平。

二是，中小企业生产经营恢复依然困难，就业尤其是低端劳动力就业压力较大。限额以下企业维持的社会消费品零售同比仍为负增长，一些生活性服务领域恢复较弱，外出农民工二季度月均收入增速依然大幅负增长等事实可以佐证上述判断。

三是，剔除基建、房地产、金融等刺激政策的影响，并进一步剔除疫情造成的正向冲击因素，整个私人部门的投资、消费和收入增长，都明显慢于疫情之前的水平。

高善文认为，当下迫切需要更有针对性的政策干预。

他再次阐释了“对于每笔交易的额外交易费用进行补贴”的政策思路，想更深入了解这一观点可以戳：高善文：疫情常态化下的经济恢复模式　理论上政府可对每笔交易补贴140元。

01 三个基本结论

第一，从近日披露的二季度经济数据来看，我国工业生产部门经济快速恢复的过程已基本结束，经济活动整体稳定在略低于疫情之前的水平，限额以上社会消费品零售、固定资产投资等领域的数据也都表现出类似的特点。

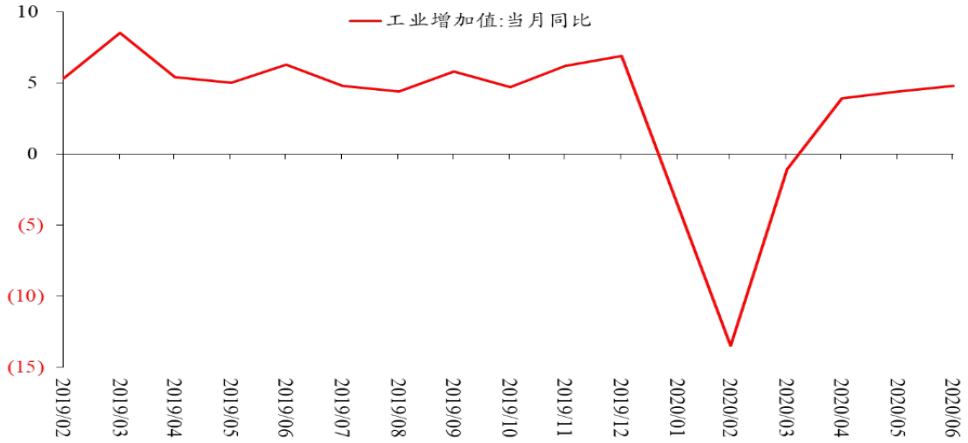
第二，我国服务部门整体生产的恢复相对缓慢，就业特别是低端劳动力就业市场压力较大，中小企业生产经营的恢复仍然面临不小的困难。

第三，剔除基建、房地产、金融等刺激政策的影响，并进一步剔除疫情造成的正向冲击因素，比如医疗卫生等领域的开支增长，可以看到整个私人部门的投资、消费和收入增长，都明显慢于疫情之前的水平。即使在经济活动已开始稳定下来的领域，其稳定的平台水平也显著低于疫情之前的水平。更有针对性的政策干预是当下经济恢复所迫切需要的。

02 经济恢复不平衡：工业较快，服务业分化大

从工业数据来看，4月份工业生产的增长已回弹至相对较高的平台水平，5、6月份工业生产的增长仍然有一些恢复，但恢复力度相对很小，目前工业生产的水平与疫情之前相比已较为接近。

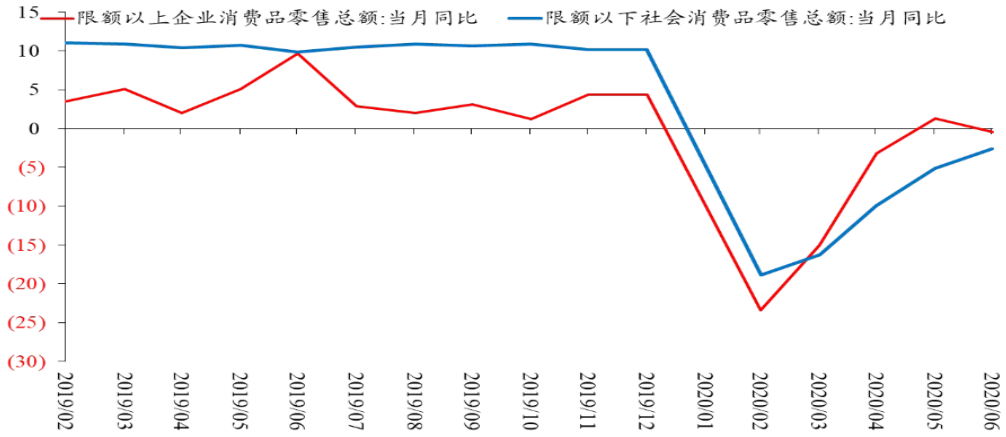
图 1 规模以上工业增加值当月同比（单位：%）



资料来源：Wind、安信证券

从社会消费品零售来看，5 月份限额以上企业消费品零售总额的增速恢复至接近疫情之前的水平，随后该领域的恢复丧失了动力。而通过限额以下企业维持的社会消费品零售，同比仍为负增长，与疫情之前的水平还有显著差距。尽管这一恢复仍在持续，但恢复的动量却在放缓，这一定程度上反映出许多中小企业生产经营面临着很大困难，甚至有一些已经被迫退出市场。

图 2 社会消费品零售名义同比：限额以上 V.S.限额以下（单位：%）



资料来源：Wind、安信证券

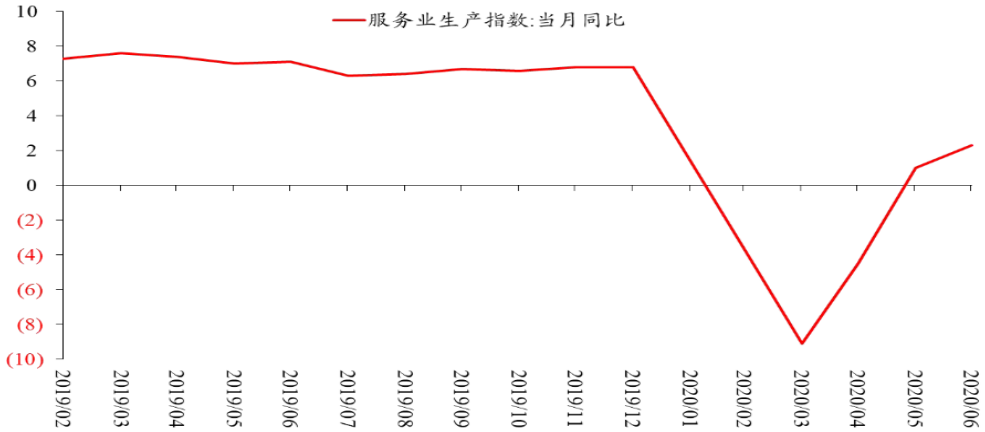
从投资领域来看，基建投资增长是经济恢复非常重要的力量。5-6 月，基建投资的增速已显著高于疫情之前的水平，约高出 7%。在房地产开发领域，房地产开发投资的恢复也异常强劲，目前已基本回到了疫情之前的水平。但是在充分由市场化力量主导的领域，比如制造业投资和民间投资，进入 5 月份以后，投资活动整体恢复的力量已显著下降。这些领域已维持在或比较接近疫情后时代的新的平衡水平，但是这一水平显著低

于疫情之前的水平。出口也对工业恢复带来了一定的正面影响，但是在中小企业和大量民间投资所支持的领域，尽管经济活动已大体稳定下来，但是稳定的水平很低。

第三产业的恢复显著高于预期，成为了二季度经济数据最亮眼的方面，部分反映了房地产、金融和信息服务业的影响，这与政策刺激和线上经济对线下的替代密切相关。尽管如此，第三产业的情况仍然显著低于疫情之前的水平，并且仍然在恢复的过程中。

已经披露的数据表明，第三产业内部的恢复非常不平衡，比如，在住宿和餐饮业、租赁和商务服务业等充分市场化的领域，第三产业的生产活动恢复异常缓慢，很多还处在零以下的水平。

图 3 服务业生产指数当月同比（单位：%）



资料来源：Wind、安信证券

从目前已公布的细项数据来看，第三产业的恢复，一方面受益于工业相对更强的恢复，例如交通运输物流和批发零售的恢复都不错，另一方面受益于金融和房地产的恢复。但是，其它相对更市场化的生活性服务领域，以及中小企业密集、就业密集的领域，生产恢复较弱。

从收入增长来看，外出农民工月均收入增速在一季度出现断崖式下跌，二季度的恢复仍表现出大幅负增长，这反映出低端劳动力市场需求下滑严重。另外，居民人均可支配收入的增长与外出农民工收入增长的走势相似，同样显著低于疫情之前的水平。

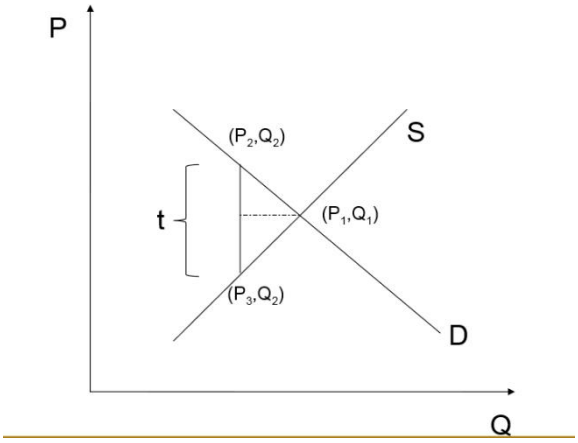
从城镇调查失业率来看，尽管失业率在缓慢下降，但是仍显著高于疫情之前的水平。可能被忽略的一个事实是，今年上半年，整体劳动参与率出现下降，相当多的劳动力可能退出了市场。

就业市场压力大，农民工收入增长及全国居民人均可支配收入增长的恢复都异常缓慢，均显著低于疫情之前的水平。这些数据表明，迄今为止，复工复产以及刺激经济的措施取得了预期成效，但仍然有很多工作要做。

03 政策应对：补贴每笔交易的额外交易费用

在微观层面上，疫情对经济活动最主要的影响在于，对每笔交易增加了额外的交易费用。交易费用既包括线下交易过程中，由于人与人之间的接触，可能存在的感染风险，又包括为控制感染风险，交易主体要采取很多防护措施，戴口罩、洗手、测体温、核算检测等都共同形成了额外的交易费用。

图 4 交易费用楔子示意图



资料来源：安信证券

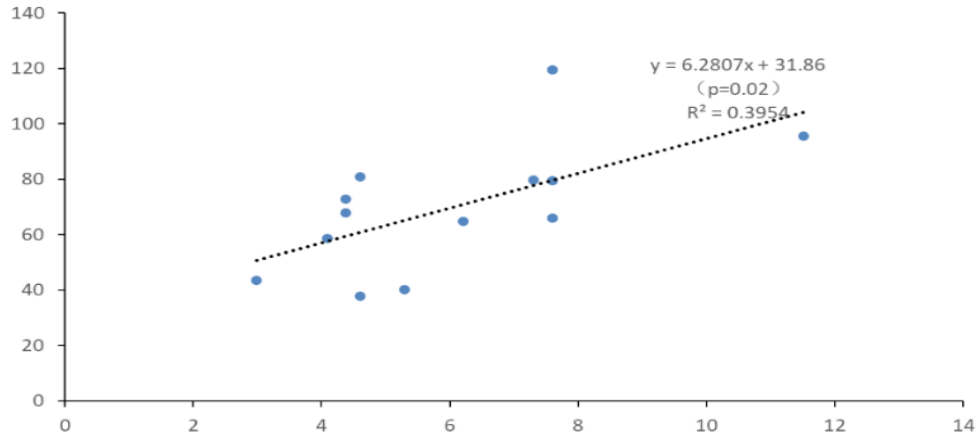
尽管交易标的不同，但疫情引致的额外交易费用与交易标的和交易金额均无关，为理论分析简单起见，可将其粗略简化为一笔固定的交易费用。在微观供求模型中，借鉴固定税的楔子理论即可说明新冠疫情是如何影响经济运行的。

在供给曲线、需求曲线的交点处，有一个从左侧打进来的楔子。这个楔子的大小代表疫情引致的交易费用。由于这笔交易费用，对生产商而言，整体价格水平和生产数量都出现下降；但对消费者而言，其消费的数量显著下降，而实际付出的价格上升。付出的价格包括两部分，一部分是付给厂商的较低的价格，另一部分是支付额外增加的交易费用。由于市场均衡力量的作用，这一交易费用将由生产者和消费者分摊，分摊比例取决于供求曲线的弹性。

在此情形下，市场价格和交易数量都显著下降。假设交易费用是大致固定的，则可预测，在商品交易恢复的过程中，一笔交易标的的单价金额越高，经济活动越容易恢复；反之，单件交易标的的交易金额越低，经济活动越不容易恢复。理论上，这一预测的基

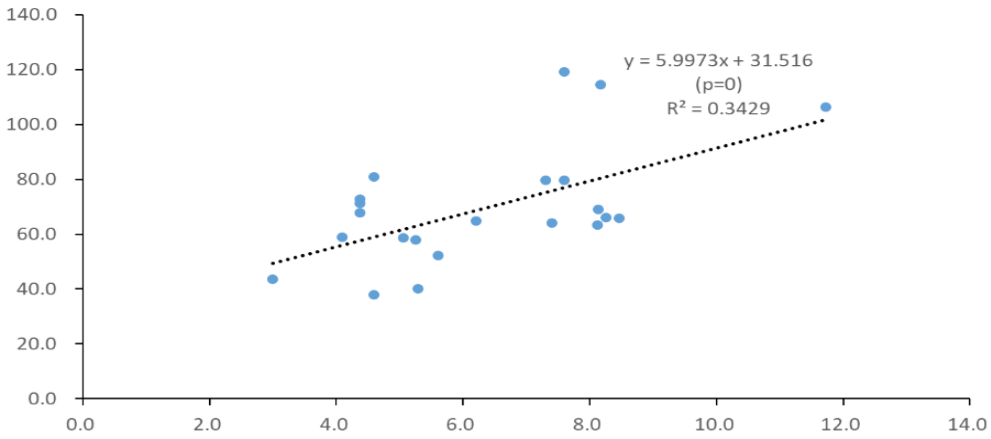
础在于，交易费用增加是固定的，所以对于交易标的金额较大的交易活动，通过交易带来的好处更容易多于交易费用的增加，从而交易比较容易恢复，反之亦然。

图 5 可选消费：交易金额和恢复程度（13 个样本）（单位：%）



资料来源：Wind、安信证券

图 6 可选消费：交易金额和恢复程度（22 个样本）（单位：%）



资料来源：Wind、安信证券

基于这一预测，考虑数据的可得性，对限额以上部分商品零售数据进行简单计量分析。如图 5 和图 6，横轴上用自然对数的形式，计算了不同种类商品单次交易过程中交易金额的大小；纵轴上，计算了这些商品到 4 月份底的交易恢复程度。可以看到，交易金额较大的商品，其恢复能力显著更强，这一模式与理论预测是一致的。如果扩展到更大的样本，这一结论仍然成立。

新冠疫情在微观上通过增加交易费用抑制了整体经济活动，粗略假定这一额外的交易费用大致固定。基于此，可较为容易地发现，针对性的政策是用反向固定税的方法，对每笔交易进行补贴。若补贴的金额等于所增加的交易费用，理论上，经济活动就会恢复至疫情前的平衡状态。

这一思路，在现阶段对恢复服务业的生产活动，进而创造就业岗位，以及理顺经济内循环具有重要意义。考虑到不同种类消费品类之间存在差异，因此制定补贴政策时无疑需要更仔细的评估。

（资料来源：中国金融四十人论坛）

解读：

上半年国内宏观经济恢复良好，文章针对上半年的经济恢复情况给出三点结论：一是，工业生产部门经济快速恢复的过程已基本结束，经济活动整体稳定在略低于疫情之前的水平。二是，中小企业生产经营恢复依然困难，就业尤其是低端劳动力就业压力较大。限额以下企业维持的社会消费品零售同比仍为负增长，一些生活性服务领域恢复较弱。三是，剔除基建、房地产、金融等刺激政策的影响，并进一步剔除疫情造成的正向冲击因素，整个私人部门的投资、消费和收入增长，都明显慢于疫情之前的水平。针对目前的经济恢复情况和下半年经济刺激政策，文章建议对当下的每笔交易进行补贴，其补贴金额等于目前交易所增加的费用。理论上，这样能使经济活动恢复至疫情前的平衡状态。特别是服务业生产的恢复更需如此，借此来创造更多的就业岗位，降低失业率。

共同关注

[宏观经济]

- 工信部：上半年，我国软件业完成软件业务收入 35609 亿元，同比增长 6.7%，增速较去年同期回落 8.3 个百分点，较一季度提高 12.9 个百分点；全行业实现利润总额 4241 亿元，同比增长 1.3%，扭转前 5 月负增长局面，但较上年同期回落 8.6 个百分点。
- 商务部：上半年，我国企业承接服务外包合同额 6795.3 亿元，执行额 4501.3 亿元，同比分别增长 5.9%和 10.9%。其中，承接离岸服务外包合同额 4038.3 亿元，同比增长 1.8%，执行额 2677.3 亿元，同比增长 10.4%，成为稳外贸的重要力量。
- 交通部：上半年完成投资 1.45 万亿元，同比增长 6.0%。其中，铁路完成投资 3258.6 亿元，占全年 8000 亿元投资目标任务的 40.7%。公路水路完成投资 10839 亿元、增长 7.8%，完成全年 1.8 万亿元投资目标任务的 60.2%。民航完成投资 401 亿元，同比下降 2%，完成全年 1000 亿元目标任务的 40.1%。
- 外管局：6 月，中国外汇市场总计成交 17.70 万亿元。其中，银行对客户市场成交 2.38 万亿元，银行间市场成交 15.32 万亿元；即期市场累计成交 6.55 万亿元，衍生品市场累计成交 11.15 万亿元。1-6 月，中国外汇市场累计成交 92.66 万亿元。

[政策法规]

- 国务院办公厅：印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》。2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。
- 国务院办公厅：印发《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》。深入实施健康中国行动，推进修订预包装食品营养标签通则；制定深入开展新时代爱国卫生运动的指导性文件；加大传染病、地方病、职业病等防治力度。在综合医院、传染病医院、专科医院等大力推广中西医结合医疗模式。
- 能源局：发布《关于下达 2020 年煤电行业淘汰落后产能目标任务的通知》。2020 年全国计划淘汰落后产能合计 733.35 万千瓦。淘汰机组中，凡属未建成机组、2015 年 1 月 1 日后无运行记录机组，不计入煤电行业淘汰落后产能目标任务。
- 工信部：发布《关于开展纵深推进 APP 侵害用户权益专项整治行动的通知》，专项整治时间为通知印发之日至 2020 年 12 月 10 日。重点整治 APP、SDK 未告知用户收集个人信息的目的、方式、范围且未经用户同意，私自收集用户个人信息的行为。

共同关注

[产业信息]

- 中汽协：1-6 月，中国品牌汽车销量排名前十家企业依次是上汽、长安、吉利、东风、一汽、北汽、长城、奇瑞、江淮和重汽。与上年同期相比，一汽和重汽销量呈较快增长，其他企业均呈下降。上半年上述十家企业共销售 435.99 万辆，占中国品牌汽车销售总量的 84.53%。另据乘联会数据显示，上半年乘用车批售销量 766.7 万辆，同比减少 22.9%；零售销量 770.9 万辆，同比减少 22.5%。预计 2020 年乘用车市场同比下降 11%。
- 中证报：纸业公司近期随着废纸价格波动坐了一趟“过山车”。前期随着废纸价格上涨，龙头纸企业一度将下游制品价格每吨上调 600 元，但近几日，由于成本端废纸价格每吨大跌 220 元-270 元，下游纸品价格快速降价调整。分析人士指出，随着供需形势变化，废纸价格有望止跌并小幅反弹。
- 民航局：7 月 23 日，民航航班量创疫情以来新高，实际飞行 13059 班，恢复至疫情前约八成；旅客运输量达 127.28 万人次，同比恢复近七成，客座率为 73.57%。7 月 1 日-7 月 23 日，共保障各类飞行 26.74 万班，日均 11628 班，日均环比上升 6.77%；旅客运输量共 2642.70 万人次，同比恢复超过 60%。
- 环球网：英国智库“碳追踪机构”发布报告显示，由于全球化石储量在未来 50 年内可能减少约三分之二，价值从约 39 万亿美元降至 14 万亿美元，石油、天然气和煤炭业务正日益变得无利可图。由此呈现出的未来趋势是石油供应过剩和需求下降，可再生能源市场逐步扩大。
- 集邦咨询：中国手机品牌针对 5G 手机超前部署，今年上半年已囊括全球 75%的市占率。下半年除了 Android 阵营各品牌外，苹果新机也会加入 5G 行列。预测全年智能手机生产总数维持 12.43 亿部，5G 手机的产量将占 2.35 亿部，渗透率达 18.9%。预计华为今年 5G 手机产量约 7400 万部，稳居全球第一。

[金融行业]

- 财政部：7 月 23 日，700 亿元抗疫特别国债成功发行，至此 1 万亿元抗疫特别国债已经实际发行 7900 亿元，剩余额度将在 7 月底前发完。资金到位后中央财政将全部转给地方，用于基础设施建设和抗疫相关支出。财政部明确资金严禁投向四个领域，严禁用于土地储备和棚户区改造项目，严禁用于政府性楼堂馆所和建设政绩工程、形象工程，严禁用于清偿政府拖欠的民营企业中小企业账款，不得拨付给地方政府融资平台公司。
- 证监会：发布《非上市公众公司监管指引第 5 号—精选层挂牌公司持续监管指引（试行）》。主要目的是，从新三板市场实际情况出发，建立适合精选层公司特点的持续监管制度；以行政规范性文件的形式对精选层公司的监管要求进行强化，为加强精选层公司行政监管，结合市场分层实施

分类监管奠定制度基础；借鉴上市公司监管经验，针对精选层公司构建证监会、派出机构和全国股转公司“三点一线”的工作机制，提高监管效能。此外，全国股转公司消息，新三板精选层将于 7 月 27 日正式设立并开市交易。

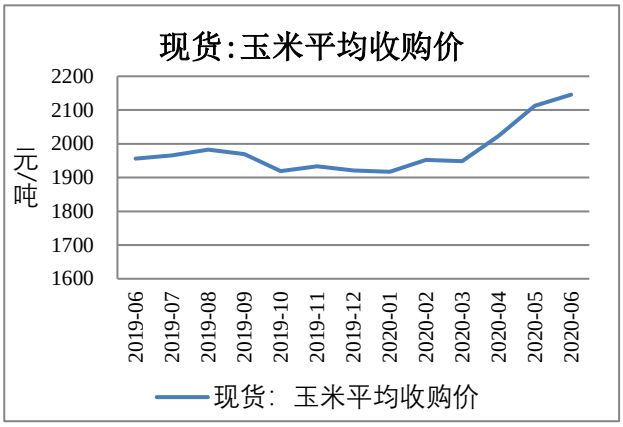
- 环球银行金融电信协会：6 月，在基于金额统计的全球支付货币排名中，人民币升至第五位，占比为 1.76%。环比 5 月，人民币支付金额总体增长了 14.15%，同时，全球所有货币支付金额总体增长了 16.05%。同期，以欧元区以外的国际支付作为统计口径，人民币位列第八，占比 1.14%。
- 深交所：发布《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2020 年修订）》。上市公司股东通过协议转让方式转让股份的，单个受让方的受让比例不得低于 5%，转让双方存在实际控制关系、均受同一控制人所控制、与上市公司收购相关、有权机关认定或者法律法规另有规定的除外。

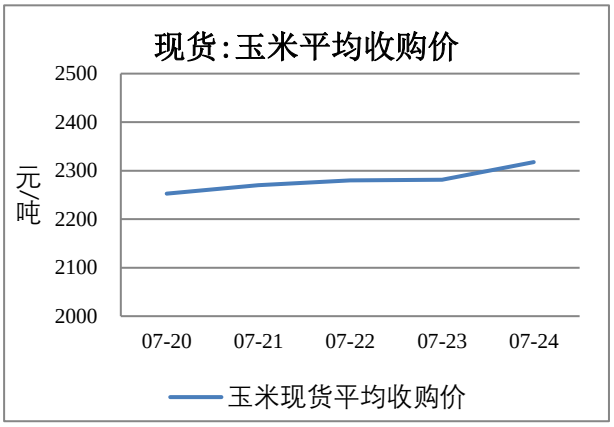
[宁夏财经]

- 宁夏回族自治区今年上半年，各级供销社扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，在新冠肺炎疫情带来的压力挑战下逆势突围，全系统经济运行持续稳中向好：累计实现销售总额 30.7 亿元，同比增长 0.7%；农副产品市场交易额达 43.8 亿元，同比增长 23.4%；实现利润总额 3522.5 万元，同比增长 1.6 倍。
- 7 月 21 日，截至目前银川市已为农村一级、二级深度贫困人口发放专项救助金 1707.73 万元，惠及深度贫困残疾人 5508 人，帮助 12484 名残疾人申请纳入低保，对 410 户残疾人进行了家庭无障碍改造，为近 600 名残疾儿童提供了康复服务。此外结合“四查四补”银川市还对未脱贫残疾人、脱贫不稳定、边缘易致贫残疾人 315 人进行了逐户摸排。
- 7 月 22 日，2020 年上半年，宁夏回族自治区生产总值为 1763.86 亿元，同比增长 1.3%，增速比一季度加快 4.1 个百分点，比全国高 2.9 个百分点。”上半年全区经济数据好于全国平均水平，得益于自治区党委、政府及时制定出台《全面落实“六保”任务实施方案》，提出 36 条应对措施，扎实做好“六稳”“六保”工作，统筹抓好疫情防控和经济社会发展取得积极成效。
- 1-6 月份，宁夏各级政府部门、大型国有企业积极克服疫情和经济下行带来的不利影响，千方百计筹措资金用于清欠，共清偿拖欠民营企业中小企业账款 25.75 亿元。区直部门和区属大型国有企业走在前、作表率，无分歧账款全部“清零”;9 个县(区)拖欠账款全部“清零”，宁夏清欠任务的地区(单位)由年初的 28 家减少到目前的 15 家。
- 7 月 20 日，银川经济技术开发区(以下简称“银川经开区”)发布，上半年银川经开区实现工业总产值 154 亿元，同比增长 22%;规模以上工业增加值同比增长 17.5%;完成固定资产投资 62.3 亿元;一般公共预算收入 6.2 亿元，同比增长 10%;招商引资实际到位资金 42.05 亿元，完成区、市下达任务的 52.5%。同时，上半年，银川经开区实现一般公共预算收入 6.2 亿元，同比增长 10%，上

半年财政收入目标任务超额完成。

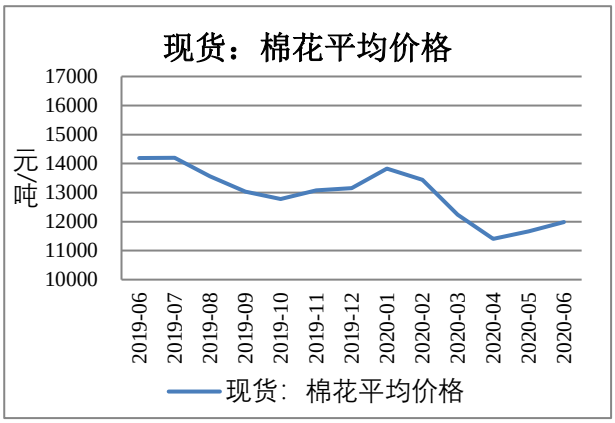
农产品

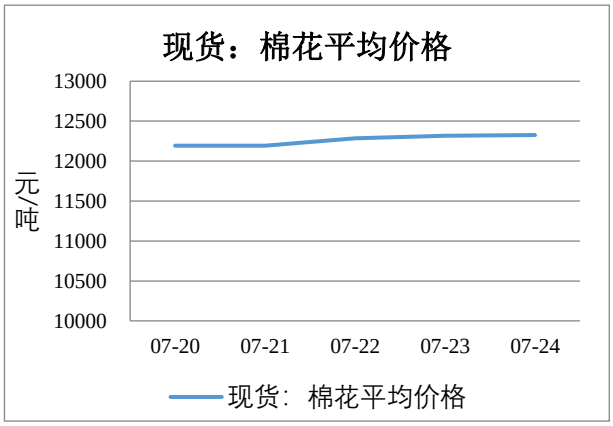




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，玉米现货平均价格为 2145.63 元/吨，较上月上涨 1.55%。6 月，由于受临储玉米首拍高成交和高溢价的影响，贸易商囤粮惜售，对玉米价格形成支撑。短期来说玉米价格偏强局面不变。

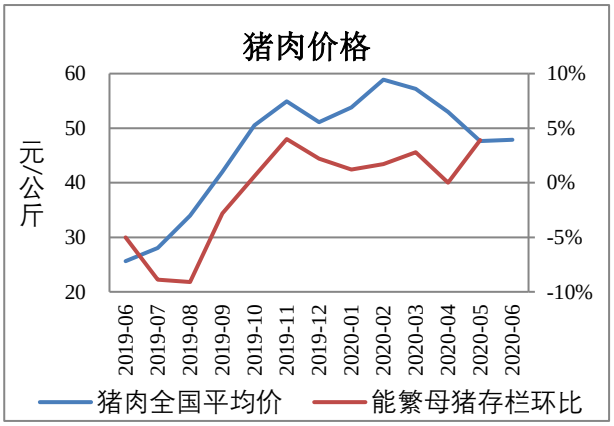
上周，玉米现货价格收于 2317.60 元/吨，环比上涨 3.58%。贸易商看涨预期强烈，囤粮惜售，叠加疫情因素，建库补库，短期内价格仍保持上涨趋势。

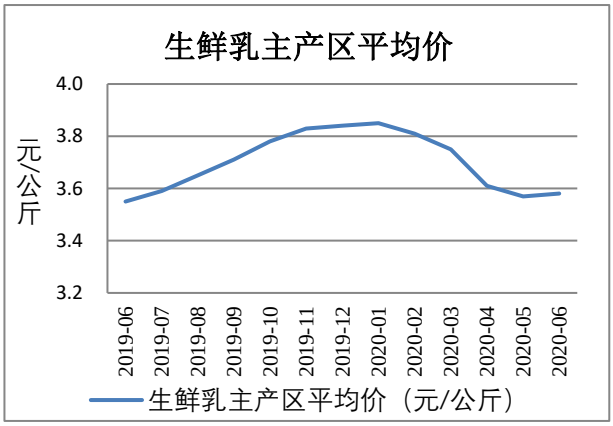




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，棉花现货平均价格为 11989.19 元/吨，较上月上涨 2.83%。6 月，由于下游市场秋冬订单开始增加，需求较之前有所回暖，支撑了棉花价格的上涨。但在疫情和大宗商品价格变动的影响下，短期内棉花价格仍会呈震荡走势。

上周，棉花现货收于 12326.15 元/吨，环比上涨 1.17%。市场情绪缓和，悲观预期释放，棉纱价位缓慢回涨，但毕竟下游订单不足，叠加库存积压，棉纱价格大幅上涨动力不足。

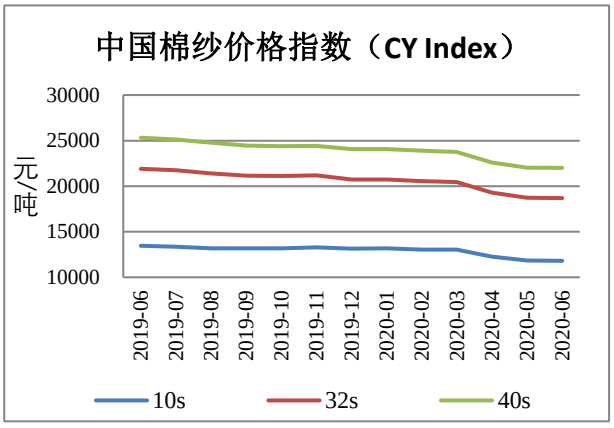


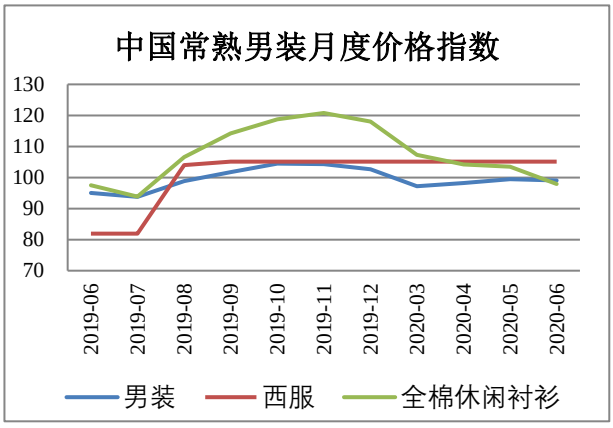


解读：从上图可看出，2020 年 6 月，全国猪肉价格为 47.88 元/公斤，环比上涨 0.52%，同比上涨 86.89%。受近期活禽市场关停、疫情反复的影响，6 月猪价出现小幅回升。但储备肉仍不断投放市场，存栏量仍在稳步恢复，估计之后猪肉价格大幅上涨可能性不大。

从上图可看出，2020 年 6 月，生鲜乳价格为 3.58 元/公斤，环比上涨 0.28%。随着南北方热应激效应日益加深，原奶供应量偏紧，生鲜乳价格开始回升。

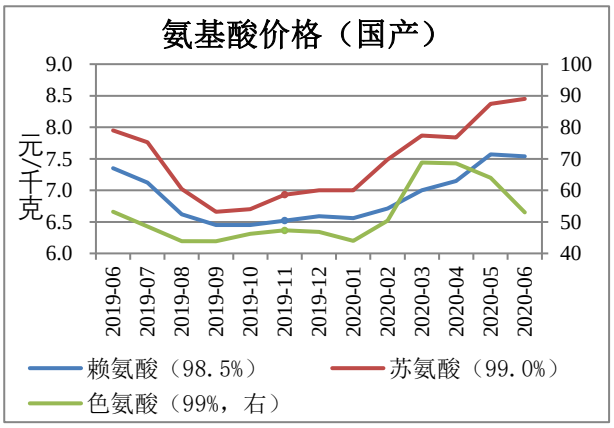
工业品

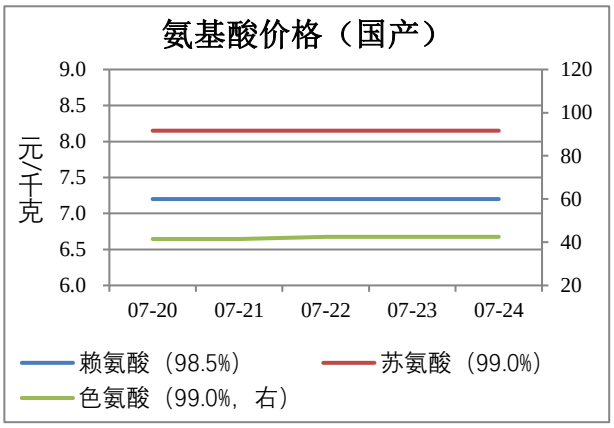




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，10s 价格为 11808.57 元/吨，环比下降 0.30%；32s 价格为 18692.38，环比下降 0.25%；40s 价格为 22006.67 元/吨，环比下降 0.14%。由于纱企受疫情冲击影响较深，下游行情依旧低迷，进入淡季后成交更少，预计后市行情仍然惨淡。

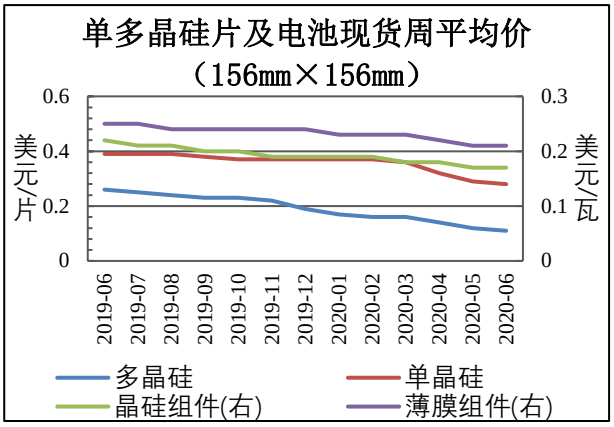
从上图可看出，2020 年 6 月，男装指数收于 99.03，环比下降 0.43%。由于本月市场仍处于传统淡季，市场人流量较少，随着后期秋冬装的上市，预计男装指数会有所回升。

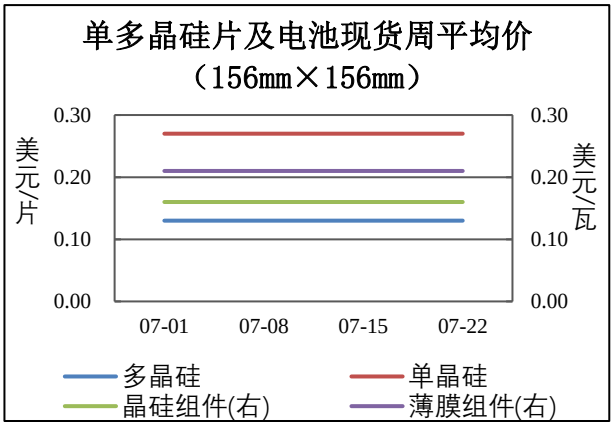




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，国产赖氨酸 7.57 元/千克，环比下降 0.40%；苏氨酸为 8.45 元/千克，环比下降 0.96%；色氨酸为 53.05 元/千克，环比下降 17.07%。受临储玉米拍卖的高议价影响，原料玉米价格持续偏强运行促使氨基酸生产成本上升，下游饲料终端在需求下降的情况下观望态度较浓厚，市场价格持续走弱。

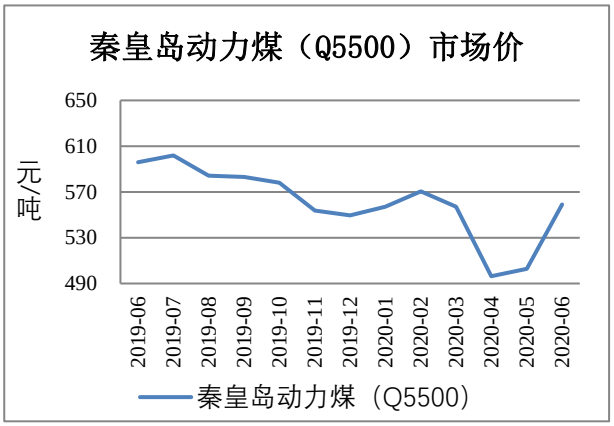
上周，赖氨酸价格收于 7.20 元/千克，较前一周保持不变；苏氨酸价格收于 8.15 元/千克，较前一周下降 0.61%；色氨酸价格收于 42.50 元/千克，较前一周上涨 1.19%。氨基酸市场由于养殖业景气度仍然处于恢复期，叠加玉米价格的不断上涨，下游需求市场不一对氨基酸不同品种价格走势产生了分化影响。

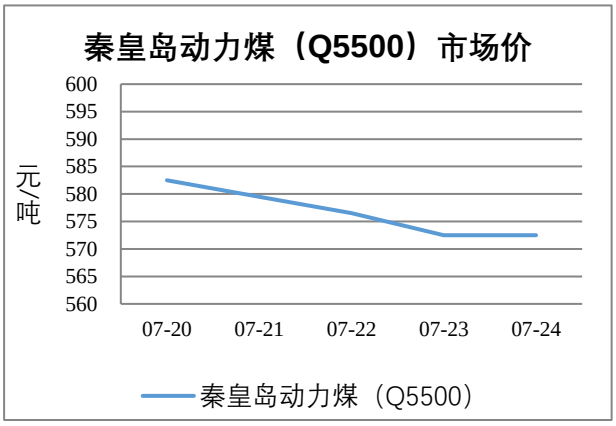




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，光伏产品价格趋于稳定，其中单晶硅片均价 0.28 美元/片，同比-28.21%，环比-3.45%；多晶硅片均价 0.11 美元/片，同比-57.69%，环比-8.33%。晶硅光伏组件和薄膜光伏组件均价分别为 0.17 美元/瓦和 0.21 美元/瓦，同比分别为-22.73%和-16%，环比不变。整体来看，光伏产品价格继续下跌。上半年受疫情影响，国内硅片企业面对艰困的后市，为了降低或停止亏损，进一步缩减开工率甚至关停，持续降低硅片的价格。目前，疫情的影响逐渐被市场消化，产成品价格逐渐止跌趋稳。

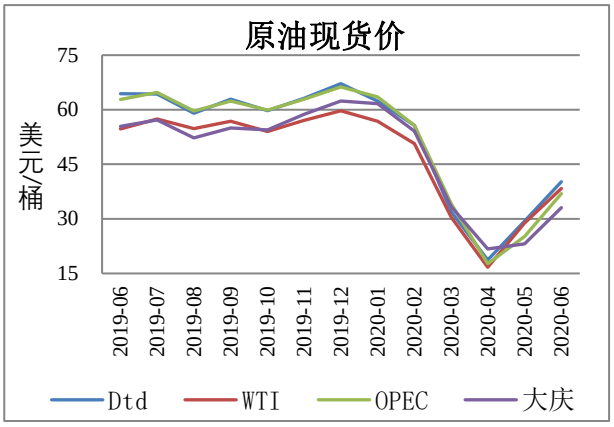
上周，国内外单晶硅片、多晶硅片价格分别收于 0.27 美元/片、0.13 美元/片，进入 7 月，硅片价格基本稳定。晶硅光伏组件和薄膜光伏组件价格分别为 0.16 美元/瓦和 0.21 美元/瓦，价格基本稳定。目前，国内外光伏订单量趋稳，产品价格以稳为主。

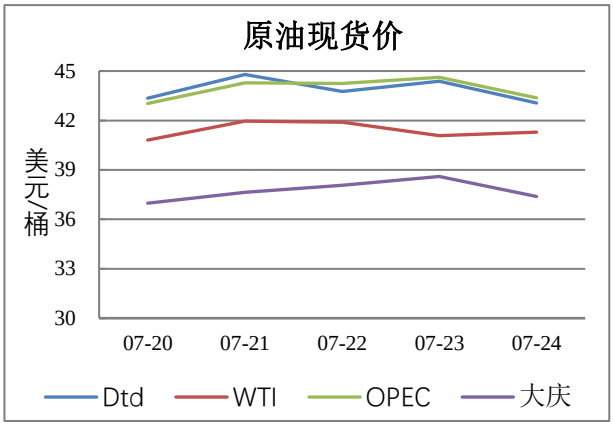




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均价为 559 元/吨，环比上涨 11.15%，同比下跌 6.21%。6 月份国内动力煤市场整体以上涨为主。主产地晋陕蒙地区受安全、环保检查、煤管票管控等因素的影响，部分煤矿处于停产状态，导致煤炭供应略显紧张，加上在北方港口以及下游用煤企业补库的带动下，导致北方港口优质煤源偏紧，同时进口煤政策收紧，使得许多对进口煤依赖度较高的下游用户对国内煤炭的采购量增加，北方港口动力煤价格持续上涨。

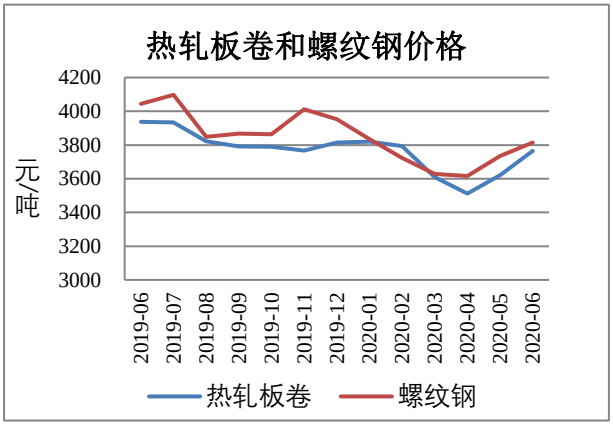
上周，受各地持续降雨天气影响，港口动力煤库存增加，沿海城市用电量减少，煤炭价格回落。截至周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价为 572.5 元/吨，降幅 2.97%。

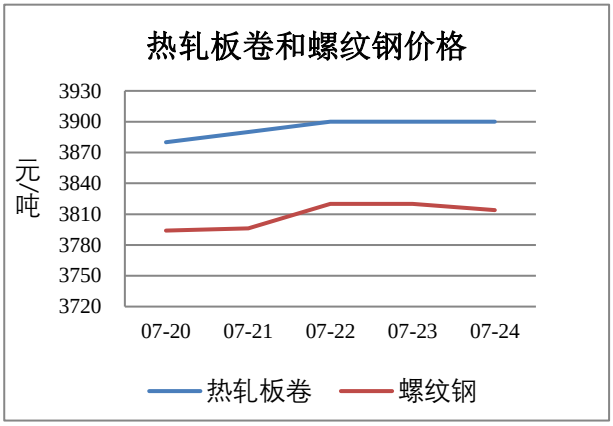




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，布伦特原油价格 40 美元/桶，环比上涨 37.05%，同比下跌 37.55%。西得克萨斯州中级轻质原油价格 38 美元/桶，环比上涨 32.77%，同比下跌 29.97%。欧佩克原油价格 36 美元/桶，环比上涨 46.80%，同比下跌 41.19%。国内原油价格 33 美元/桶，环比上涨 42.74%，同比下跌 40.28%。月初美国活跃石油钻井平台连续十一周下降至历史低点，欧佩克产量降至二十年来最低，国际油价上涨。月中美国新冠肺炎感染病例激增，引发了市场对第二波新冠疫情的担忧，原油价格下跌。月末随着新增新冠肺炎感染病例连续两天减少，抑制了市场的悲观情绪，原油价格回暖。

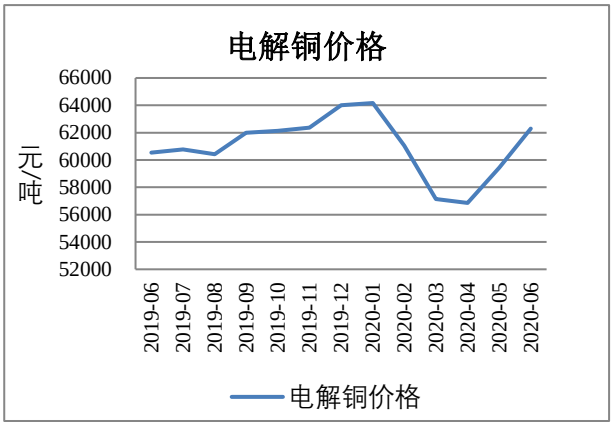
上周，随着部分国家新冠肺炎病例激增，全球燃油需求复苏的不确定性越来越大，受此影响布伦特原油和国内原油小幅下滑。截至周五，布伦特原油和国内原油现货价分别降至 43.03 美元/桶和 37.39 美元/每桶，降幅分别为 1.74%和 0.21%。疫苗试验的消息抵消了美国疫情新确诊病例增加的影响，以及欧佩克原油将继续减产的消息，促使西得克萨斯州中级轻质原油和欧佩克原油现货价分别涨至 41.29 美元/桶和 41.29 美元/桶，涨幅为 1.70%和 3.99%。

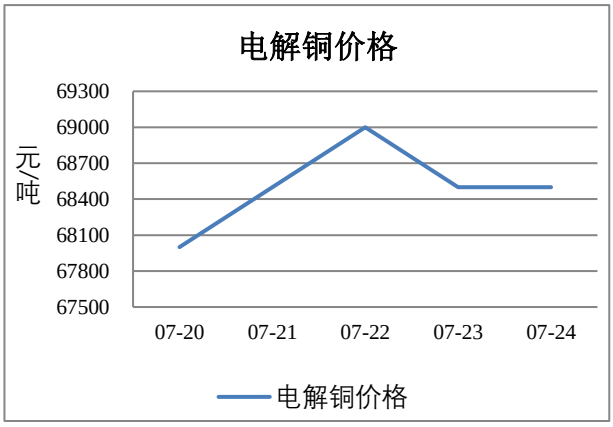




解读：从上图可看出，2020 年 6 月热轧卷板均价为 3765 元/吨，环比上涨 3.97%，同比下跌 4.38%；螺纹钢均价为 3815 元/吨，环比上涨 2.18%，同比下跌 5.65%。6 月初铁矿石价格冲高支撑钢价上涨。月中随着南方雨季来临，下游工地停工，造成钢价回落。月末淡水河谷传来消息，将暂停三个矿区的生产，受此消息影响钢价再次上涨。

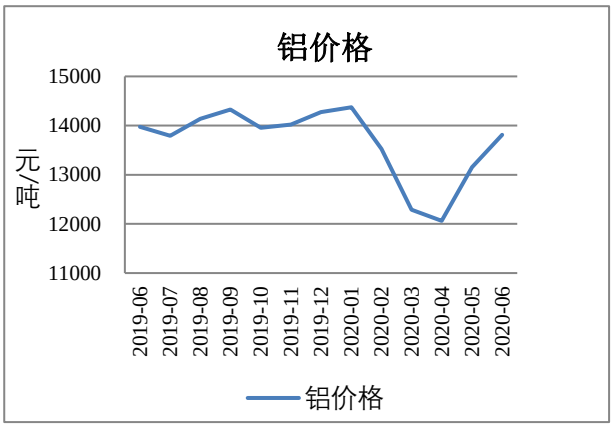
上周，铁矿石价格走强，带动钢价上涨。截至周五，热轧板卷每吨价格上涨 20 元至 3900 元/吨。螺纹钢每吨价格上涨 12 元至 3814 元/吨。

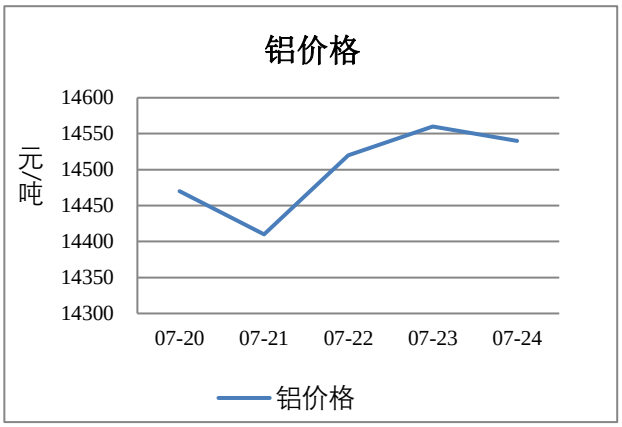




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，电解铜均价为 62300 元/吨，环比上涨 4.80%，同比上涨 2.92%。，国内冶炼厂 6 月检修增多，进口铜流入速度减弱，国内铜供给趋紧，消费维持在较高水平，铜价持续上涨。

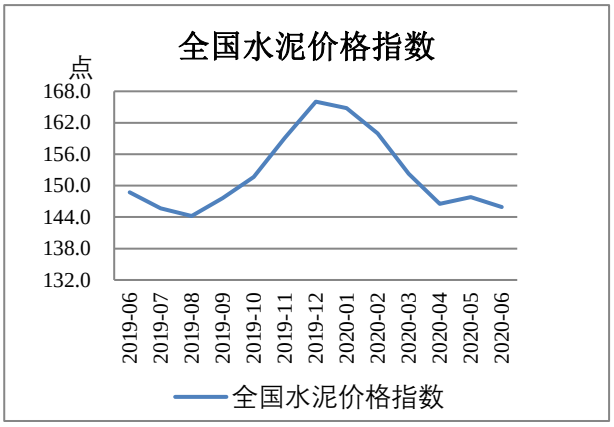
上周，周初，新冠疫苗研究取得新进展的消息传出，受该利好消息刺激铜价冲高，周中，中美两国的关系日剧紧张，投资者的不安情绪导致铜价回落。截至周五，与上周相比电解铜价格上涨至 68500 元/吨，涨幅为 0.73%。（按照电解铜的加工成本 3550 元/吨估算，其生产成本约为 3400 元/吨。）

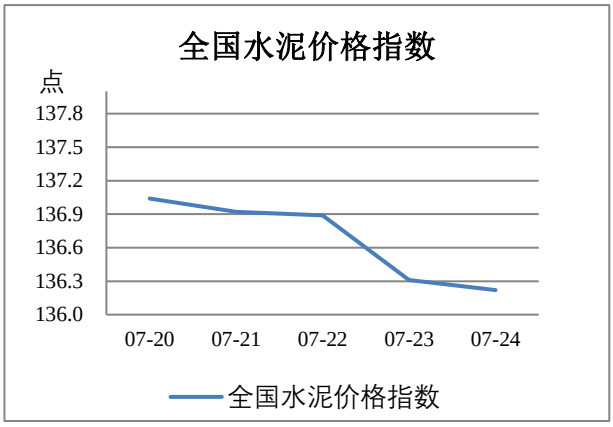




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，铝均价为 13813 元/吨，环比上涨 5.02%，同比下跌 1.15%。6 月份，随着国外疫情逐渐得到控制，国内市场向好的情况下，铝价开启上行通道，价格从月初的 13480 元/吨上涨至月底的 14170 元/吨，月涨幅 4.87%。

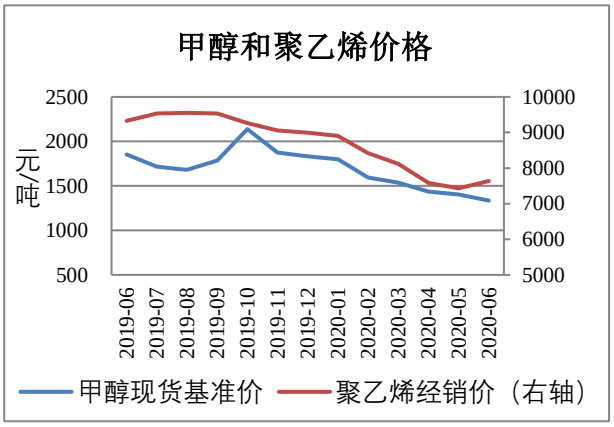
上周，大基建等投资拉动经济复苏，下游汽车产业快速复苏，铝价保持偏强走势。截至周五，铝 A00 市场价与上周相比上涨至 14540 元/吨，涨幅为 1.17%。（电解铝的成本价约为 13000 元/吨左右。）

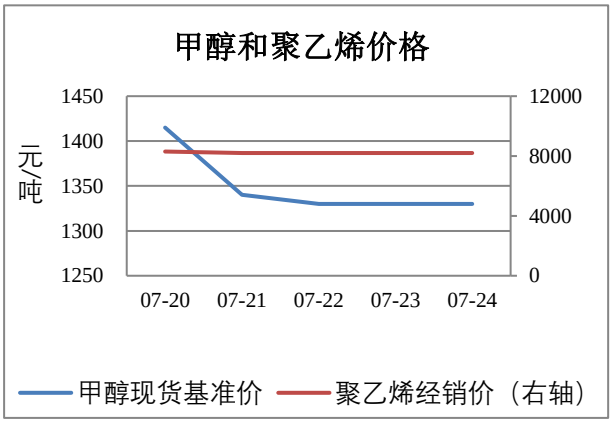




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，全国水泥价格指数均值为 145.89 点，环比下跌 1.93 点，同比下跌 2.83 点。6 月份因高温多雨天气影响，不利于施工，水泥库存不断上升，导致价格持续下跌。

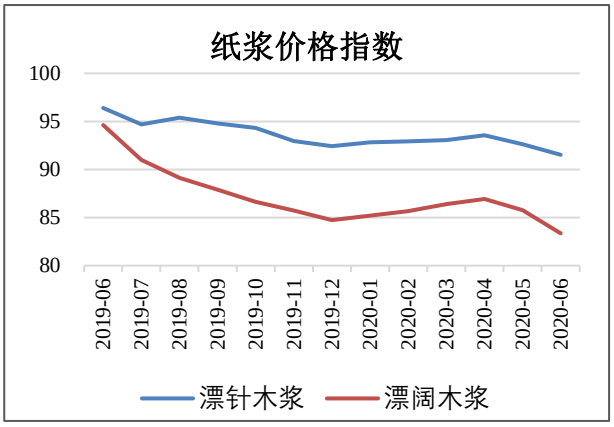
上周，多地雨水有增无减，引发水泥价格再度下跌。截至周五，全国水泥价格指数降至 136.22 点，降幅 1.00 点。银川 42.5 级袋装水泥价格为 361 元/吨，散装水泥价格为 347 元/吨。





解读：从上图可看出，2020 年 6 月，甲醇均价为 1,335 元/吨，环比下跌 4.82%，同比下跌 27.94%；聚乙烯均价为 7640 元/吨，环比上涨 2.81%，同比下跌 18.10%。6 月甲醇市场方面，维持偏低价格，其中港口在仓储费上调压制下部分时段破新低。聚乙烯行情震荡上扬，期间原油上行、PE 装置检修集中产量损失较多、国内拉动内需经济行为刺激需求好转，促使价格上扬。

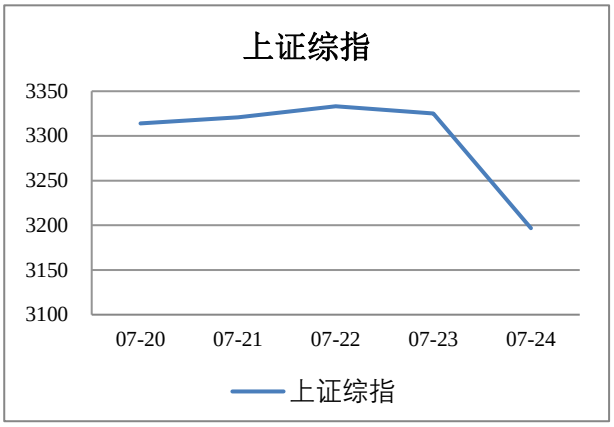
上周，国内甲醇、聚乙烯装置开工率回升，下游需求转淡，进口到港量不减，港口地区库存快速累积，创历史新高，甲醇、聚乙烯价格同步下滑。截至周五，甲醇价格下降至 1330 元/吨，降幅 6.39%。聚乙烯价格下降至 8200 元/吨，降幅 1.22%。（根据原材料的不同，天然气制甲醇的生产成本一般在 1300-1700 元/吨；聚乙烯的生产成本约在 8100-8400 元/吨。）



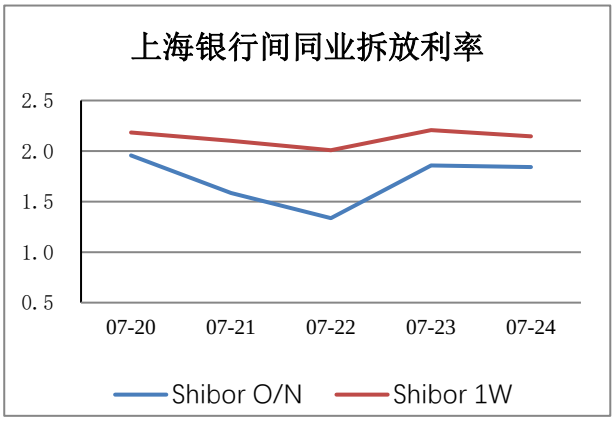
解读：从上图可看出，2019 年 6 月，纸浆价格指数继续下跌，漂针木浆和漂阔木浆分别收于 91.53 和 83.36，环比分别下跌 1.17%和 2.81%，跌幅增大。与去年同期相比，分别下降了 5.05%和 11.90%。6 月份，纸浆市场行情淡季表现依旧明显，下游需求持续萎靡，港口库存高企，市场供过于求，且去库效果并不明显，浆价大幅下滑，短期内这种趋势仍将会继续。

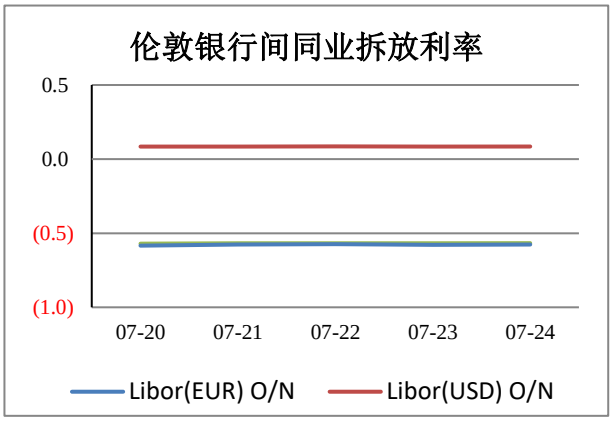
云数据

金融类

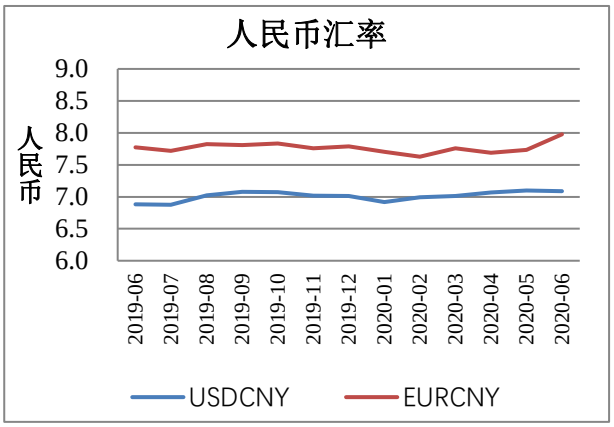


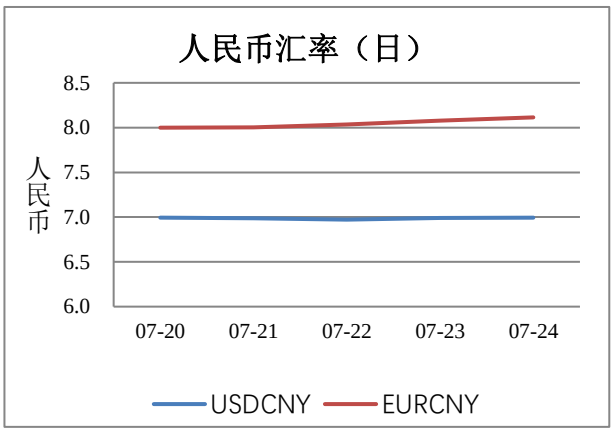
解读：上周，大盘上涨乏力，勉励维持弱势震荡，临近尾盘时已跌入箱体下沿，周五报收 3196.77 点。由于近期信息面偏空，市场短线情绪转入冷静，预计后市大盘将延续震荡格局。





解读：上周，银行间市场先松后紧，周三当日 5477 亿元逆回购到期影响之下，资金利率逐步上行。截至上周五 Shibor 隔夜和 7 天分别升至 1.8430%和 2.1470%，处于近期高位。伦敦银行间市场方面，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜以降为主。截至上周五，Libor(EUR)隔夜和 Libor(USD)隔夜分别报价-0.57729%和 0.08488%。

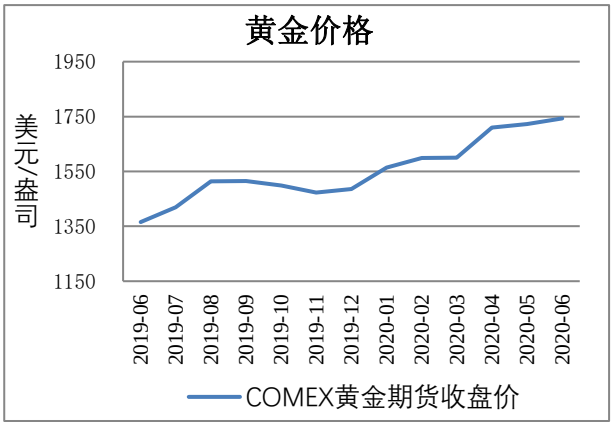


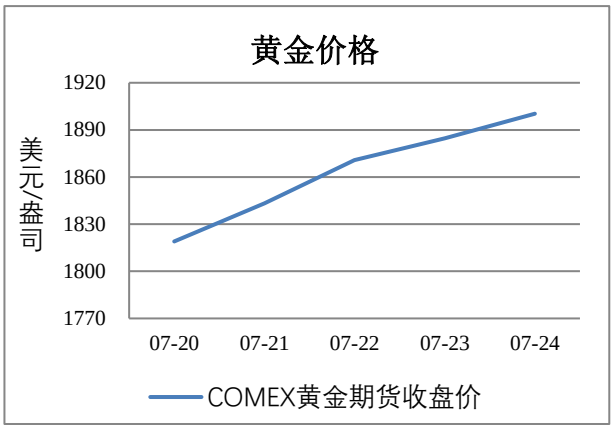


解读：从上图可看出，2020 年 6 月，全球市场避险情绪降温，风险偏好上升，欧元、日元等弱势货币配置需求增加，强势美元持续回落。截至 2020 年 6 月底，人民币兑美元、欧元汇率分别报价 7.0867 和 7.9772，环比下降约 119 个基点、上升 2459 个基点。

上周，人民币兑美元、欧元汇率走势继续分化。截至上周五，人民币兑美元、欧元汇率中间价分别报价 6.9938 和 8.1141，环比分别下降 105 个基点和上涨 1404 个基点。

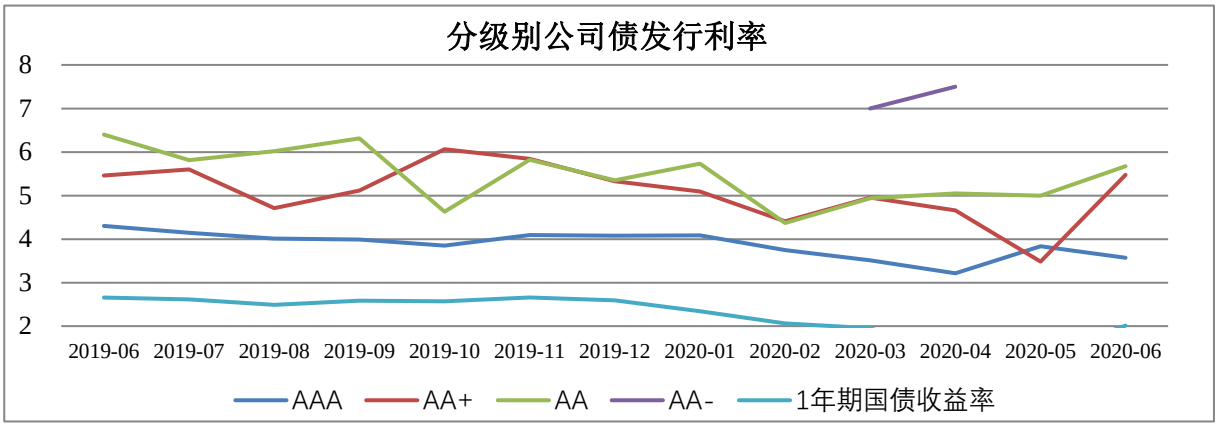
云数据

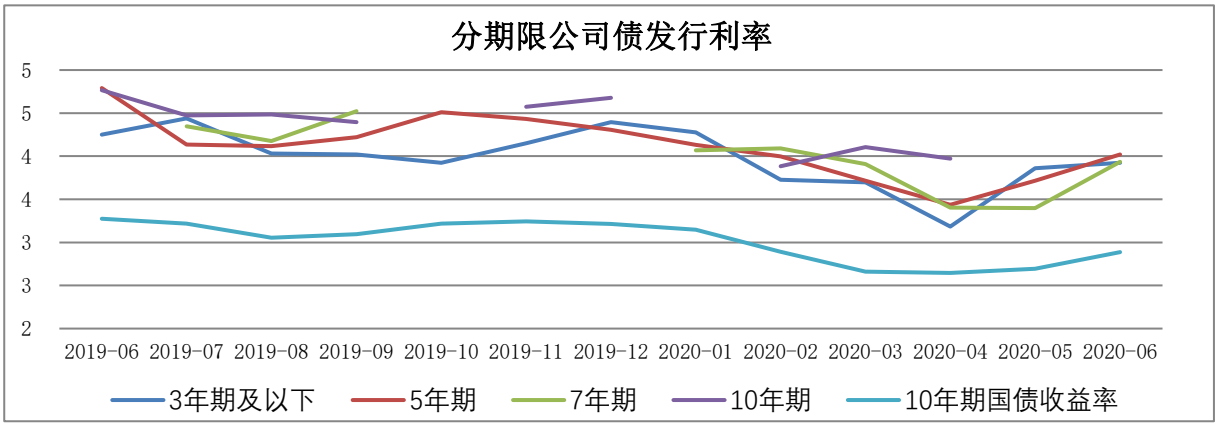




解读：从上图可看出，2020 年 6 月，美联储对美国经济悲观预期及美元弱势运行支撑国际金价继续上涨。截至 2020 年 6 月底，COMEX 期金均价为 1743.2 点，环比上涨 20.4 点。

上周，中美紧张局势升级、美元走软、美债收益率下降、欧洲央行推行宽松政策等因素共同推动黄金走上历史新高。截至上周五，COMEX 期间报收于 1900.3 美元/盎司，周涨 4.87%。(美国黄金开采成本为 733 美元/盎司，亚洲为 824 美元/盎司，非洲为 957 美元/盎司；全球十大黄金开采企业中，7 家企业平均开采成本达 1201 美元/盎司。)

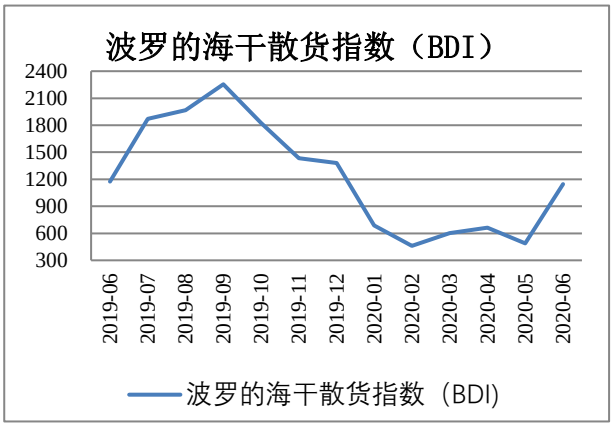


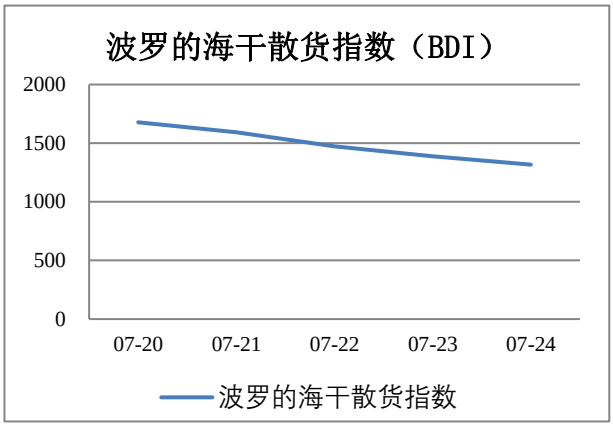


解读：从上图可看出，2020 年 6 月，交易所市场共发行 89 只公司债，环比上涨 45.90%，发行规模 933.57 亿元，环比上涨 22.16%。**分级别看**，2020 年 6 月 AAA 级债券发行量达 55 只，占比 61.80%，利率区间为 1.95%-5.75%；AA+级债券 26 只，占比 29.21%，利率区间为 3.00%-7.50%。低评级债券中，AA 级债券 8 只，利率区间为 3.98%-6.80%；无 AA-级债券发行。**分期限看**，3 年期及以下债券发行 38 只，平均利率 3.9246%；5 年期债券发行 31 只，平均利率 4.0202%；7 年期债券发行 5 只，平均利率 3.9341%；10 年期债券发行 1 只，发行利率 4.4000%。总体看，2020 年 6 月，公司债发行市场进

一步向高评级主体集中，低评级债券发行量锐减。同时，受市场利率回升影响，公司债发行利率上涨明显。

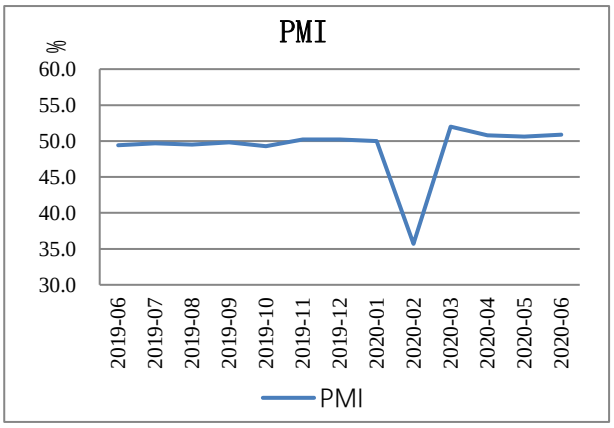
经济类

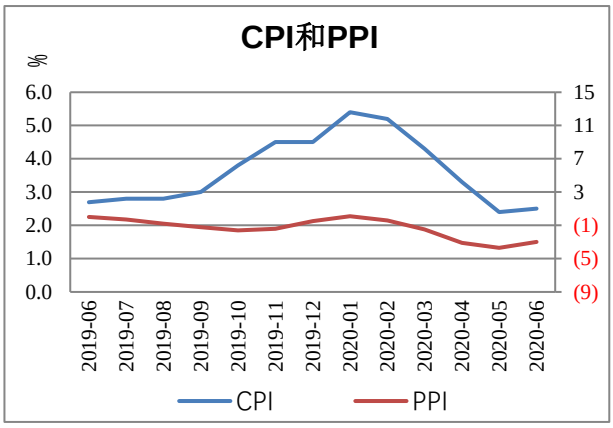




解读：波罗的海指数是目前世界上衡量海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数，波罗的海干散货运价指数（BDI）主要衡量铁矿石、煤炭、水泥、化肥和谷物等资源的运输费用。从上图可看出，2020 年 6 月，波罗的海指数（BDI）从年内低点上演了“V 型反转”行情，均值为 1146.45 点，环比上涨 134.40%，同比下降 2.38%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）连续下跌，周五报 1317.00 点，至逾一个月低位，因所有船型船运价指数均下滑。





解读：2020 年 6 月份，各地区各部门按照党中央、国务院部署，做好“六稳”工作、落实“六保”任务，努力克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，我国经济运行总体复苏态势持续向好。其中，制造业采购经理指数为 50.9%，高于上月 0.3 个百分点，在调查的 21 个行业中，有 14 个行业 PMI 高于临界点，较上月增加 5 个，制造业稳步恢复，基本面继续改善。本月主要特点：一是供需两端持续回暖。生产指数和新订单指数分别为 53.9%和 51.4%，比上月上升 0.7 和 0.5 个百分点，其中新订单指数连续两个月回升。从行业情况看，医药、有色、通用设备、电气机械器材等制造业新订单指数和生产指数均明显高于上月，市场需求得到改善，企业生产动力有所增强。二是价格指数有所上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 56.8%和 52.4%，比上月回升 5.2 和 3.7 个百分点，均为年内高点。从行业情况看，石油加工、钢铁、有色等上游行业两个价格指数均高于上月，升至 60.0%以上高位。三是进出口指数均有改善。随着全球主要经济体先后重启经济，本月我国制造业进出口指数低位回升，其中新出口订单指数为 42.6%，高于上月 7.3 个百分点，造纸印刷、石油加工、通用设备、电气机械器材等 7 个制造行业回升幅度大于 10.0 个百分点；进口指数为 47.0%，较上月回升 1.7 个百分点，石油加工、化学原料制品、化学纤维及橡胶塑料、汽车等 6 个制造行业高于临界点。四是企业信

心基本稳定。生产经营活动预期指数虽有小幅回落，仍达到57.5%，表明制造业企业对近期市场恢复比较乐观。从行业情况看，石油加工、汽车、专用设备、电气机械器材等制造业生产经营活动预期指数连续两个月高于60.0%。虽然本月PMI指数有所回升，制造业稳步恢复，但同时也要看到，不确定因素依然存在。一是进出口指数虽连续两个月改善，但仍位于临界点以下，当前海外疫情尚未得到有效控制，外部市场依然存在变数。二是部分行业复苏压力依然较大，纺织、纺织服装服饰、木材加工等制造业PMI持续位于临界点以下。三是小型企业生产经营困难较大，PMI为48.9%，比上月下降1.9个百分点，且反映订单不足的小型企业占比高于大中型企业。

6月份，复工复产、复市复业继续推进，各地区各部门认真贯彻落实中央关于保供稳价的系列政策措施，市场运行总体平稳。CPI同比上涨2.5%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。其中，食品价格上涨11.1%，涨幅扩大0.5个百分点，影响CPI上涨约2.24个百分点。食品中，猪肉价格上涨81.6%，牛肉和羊肉价格分别上涨18.5%和10.9%，涨幅与上月相比均变动不大；水产品价格上涨4.8%，涨幅扩大1.1个百分点；鲜菜价格上涨4.2%，上月为下降8.5%；鲜果和鸡蛋价格分别下降29.0%和15.8%，降幅分别扩大9.7和1.3个百分点。非食品价格上涨0.3%，涨幅比上月回落0.1个百分点，影响CPI上涨约0.24个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格均上涨1.9%，交通和通信价格下降4.6%，其中汽油和柴油价格分别下降19.4%和21.2%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.9%，涨幅比上月回落0.2个百分点。据测算，在6月份2.5%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.3个百分点，新涨价影响约为-0.8个百分点。上半年，CPI比去年同期上涨3.8%。

6月份，国际大宗商品价格回暖，国内制造业稳步恢复，市场需求继续改善。PPI同比下降3.0%，降幅比上月收窄0.7个百分点。其中，生产资料价格下降4.2%，降幅收窄0.9个百分点；生活资料价格上涨0.6%，涨幅扩大0.1个百分点。主要行业价格降幅有所收窄。其中，石油和天然气开采业价格下降39.1%，收窄18.5个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降21.6%，收窄2.8个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降7.9%，收窄1.3个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降5.1%，收窄2.9个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格下降2.2%，收窄2.2个百分点。此外，煤炭开采和洗选业价格下降9.3%，降幅扩大0.5个百分点。据测算，在6月份3.0%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.2个百分点，新涨价影响约为-2.8个百分点。上半年，PPI比去年同期下降1.9%。

免责申明

本报告仅在法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发布，概不构成广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本报告对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本报告所载资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资意见。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如需引用，请注明来源“西部担保”。