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6月15日 / 第19期/总第260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

白　芳　梁俊茹　刘元鹏　张博铭　郭东强　张小娣

编辑

刘元鹏/张小娣

美工编辑

张凯琦

目录

01 原创天地
回归“支农支小”定位，解决小微、“三农”融资难题——融资担保政策解读 / 01

02 热点聚焦
基金：债基“跌到心慌” 平滑回撤遇“首考” / 10
租赁：监管落地 超万家融资租赁公司面临行业洗牌 / 14

03 精彩推荐
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 / 17

04 共同关注
宏观经济 / 27　政策法规 / 27　产业信息 / 28
金融行业 / 28　宁夏财经 / 28

05 云数据
农产品 / 30　工业品 / 31
金融类 / 37　经济类 / 39

内容提要

本期需重点关注的内容有：

1、原创天地：《回归“支农支小”定位，解决小微、“三农”融资难题——融资担保政策解读》

2020 年新冠疫情爆发以来，中央、宁夏以及银川市先后出台多部政策文件（本文统称“一系列政策文件”），纵观各个政策文件的内容，大致分为三类：第一类是关于《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号，以下简称“6 号文”）的补充说明和实施指导的政策文件；第二类为了贯彻落实《中共中央关于加强党的领导、为打赢疫情防控阻击战提供坚强政治保证的通知》精神的政策文件；第三类是牵扯到担保行业的法律法规。本文将依据三类政策文件内容，分别解读这些政策出台的背景、指导方向、意义及未来影响，方便大家学习交流。

2、精彩推荐：《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》

近日，北京疫情的反弹，说明疫情防控还远不到放松的时候。安信证券研究团队发现，这种常态化下，疫情给每次线下交易都带来和增加了额外的交易成本。经济主体会权衡和比较增加的交易成本，与继续进行交易活动的潜在收益，进而调整交易行为。在单笔交易金额越大潜在收益越高和交易成本相对固定等两个假设下，上述研究得到以下推论：单笔交易金额越大的商品，交易成本占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态，如房地产消费；反之，单笔交易金额越小的商品，交易成本占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟，如零售、餐饮等。因此，在整个经济重建新均衡的状态下，最终的交易成本在 140 多元，政府需要对此作出补贴。作者建议，需要重点干预的领域主要是可选消费领域。基于可选消费品在整个经济活动的占比和交易情况，估计补贴金额占 GDP 的比重大概在 1%出头。简单而言，政府拿出 12000 亿的金额去补贴每一笔可选消费品的交易，按照固定的金额去补贴，在理论上经济就会回到疫情前的均衡状态。

3、云数据提示

上周,受六月梅雨高温天气影响,水泥市场需求明显下滑带动水泥价格下调。截至上周五，全国水泥价格指数降至 145.39 点，降幅 2.63 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。

上周，央行连续 5 天进行逆回购操作，向市场净投放 2000 亿元，银行间市场资金利率向下松动。截至上周五，Shibor7 天和隔夜分别报价 1.5290%和 2.0160%。

上周，美国疫情出现反复以及美联储悲观预期支撑避险买盘，令国际金价获得提振。截至上周五，COMEX 期金报收 1737.3 点，周涨 2.89%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）持续上升，周五报 923 点，为 1 月 2 日以来高位,录得自 2009 年 2 月以来最佳周线表现,因中国铁矿石需求增加,导致海岬型船需求大幅增加。

回归“支农支小”定位，解决小微、“三农”融资难题

——融资担保政策解读

引言

2020 年新冠疫情爆发以来，中央、宁夏以及银川市先后出台多部政策文件（本文统称“一系列政策文件[1]”），纵观各个政策文件的内容，大致分为三类：第一类是关于《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》（国办发〔2019〕6 号，以下简称“6 号文”）的补充说明和实施指导的政策文件；第二类为了贯彻落实《中共中央关于加强党的领导、为打赢疫情防控阻击战提供坚强政治保证的通知》精神的政策文件；第三类是牵扯到担保行业的一些法律法规。本文将依据三类政策文件内容，分别解读这些政策出台的背景、指导方向、意义及未来影响，方便大家学习交流。

一、一系列融资担保政策发布背景

党中央、国务院历来高度重视小微企业金融服务工作。《2020 年政府工作报告》明确要求“强化对稳企业的金融支持”、“大幅拓展政府性融资担保覆盖面并明显降低费率”。为此，习近平总书记多次作出了重要指示，要求解决好民营企业和小微企业融资难融资贵融资慢问题，提升金融服务实体经济效能，并明确指出“解决民营企业融资难融资贵问题，要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本。要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩，解决不敢贷、不愿贷的问题。”政府性融资担保[2]是破解小微企业、“三农”融资难融资贵问题的重要渠道。为有效发挥政府性融资担保作用，帮助解决银行“不敢贷、不愿贷”“投放难”和小微企业及“三农”“缺信用、缺信息”“贷款难”的难点和痛点，李克强总理多次强调，要切实缓解小微企业融资难融资贵，持续推动实体经济降成本。有关部门也先后出台了减税降费、定向降准、监管考核等一系列政策措施。

（一）“6 号文”相关的补充和指导政策文件

1 “一系列政策文件”是指“6 号文”发布以后的中央、宁夏，银川先后发布的对融资担保业具有重大影响的政策文件。

2 《绩效评价指引》首次定义了政府性融资担保机构的概念，即政府性融资担保、再担保机构，是指依法设立，由政府及其授权机构、国有企业出资并实际控股，以服务小微企业和“三农”主体为主要经营目标的融资担保、再担保机构。省级财政部门会同有关部门确定本地区政府性融资担保、再担保机构名单。

为了进一步落实中央要求，2019 年 2 月 14 日，国务院办公厅牵头，财政部会同发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、人民银行、银保监会共同起草了《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》，2020 年 3 月 27 日，财政部发布了《关于充分发挥政府性融资担保作用为小微企业和“三农”主体融资增信的通知》（财金〔2020〕19 号，简称“19 号文”），财政部后续又发布了《政府性融资担保、再担保机构绩效评价指引》（简称《绩效评价指引》），此外还有《关于进一步加大创业担保贷款贴息力度 全力支持重点群体创业就业的通知》（财金〔2020〕21 号，简称“21 号文”）、《关于进一步规范信贷融资收费 降低企业融资综合成本的通知》（银保监发〔2020〕18 号，简称“18 号文”）等文件。这些政策文件将激励、引导政府性融资担保发挥逆周期调节作用，与已出台的各项政策形成合力，有效缓解小微企业融资难融资贵，助力做好“六稳”工作、守住“六保”底线。

（二）落实疫情防控期间帮助企业渡过难关的政策文件

2020 年初爆发新冠疫情，对全国工商企业造成较大冲击。新冠疫情发生以来，金融部门坚决贯彻落实习近平总书记重要指示精神，按照党中央、国务院决策部署，把疫情防控作为当前工作的重中之重，切实采取有效措施，保障金融服务顺畅。人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局五部门联合发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》（银发〔2020〕29 号，简称“银发 29 号文”）。此次《通知》意在贯彻落实《中共中央关于加强党的领导、为打赢疫情防控阻击战提供坚强政治保证的通知》精神，引导银行、融资担保公司等金融机构帮助企业渡过疫情困难期，为打赢疫情防控阻击战、维护经济稳定发展大局提供有力支持。

（三）牵扯担保行业各类机构监管的法律法规

2020 年 5 月 11 日，财政部公布了《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》），就国有金融管理体制、出资人与受托人职责、资本布局等事项向社会公开征求意见。《条例》的出台，一方面是财政部落实党中央与国务院关于完善国有金融资本管理工作部署的成果体现，另一方面也是财政部作为国有金融资本出资人试图打破过往国有金融资本管理“九龙治水、权责不清”局面的关键举措，实现“统一规制、分级管理”的目的。

十三届全国人大三次会议通过了《中华人民共和国民法典》，将于 2021 年 1 月 1 日起施行。《民法典》的内容涉及到了我们日常生活的方方面面，针对担保法的内容也

进行了重大调整，在民法典实施之后，《担保法》也将被废止。而《民法典》的颁布是我国法律建设的一次完善，更是未来诸多民事纠纷审判的法律依据。

二、一系列政策重点指导方向

从一系列政策的内容来看，第一类政策从“支小支农、服务实体，降费让利、企业减负，风险分担、财税支持，回归主业、支持经营”等方面对政府性融资担保、再担保机构开展业务提出要求和指导；第二类政策从“取消反担保、降低保费，发挥国有企业在特殊时期与企业共渡难关的担当”等方面对政府性融资担保机构在疫情期间如何帮助企业提出指导；第三类法律法规从本身的变化及影响等方面对政府性融资担保机构的出资、设立子公司等级、不良资产处置等方面提出监管要求。

（一）第一类政策文件的指导方向

1.支小支农、服务实体

2019年发布的“6号文”中提出，政府性融资担保和再担保机构要“逐步压缩大中型企业担保业务规模，确保支小支农担保业务占比达到80%以上”、“重点支持单户担保金额500万元及以下的小微企业和‘三农’主体”。2020年“19号文”进一步提高支小支农业务占比，确保2020年新增小微企业和“三农”融资担保金额和户数占比不低于80%,其中新增单户500万元以下小微企业和“三农”融资担保金额占比不低于50%。而从最新发布的《绩效评价指引》来看，在整个绩效评价体系中，一级指标“政策效益”共计40分（总共100分），其中支农支小合计28分，占比超过50%。

2.降费让利、企业减负

“6号文”提出“政府性融资担保、再担保机构不以营利为目的，在可持续经营的前提下，保持较低费率水平”。“19号文”进一步明确“地方各级政府性融资担保、再担保机构2020年全年对小微企业减半收取融资担保、再担保费，力争将小微企业综合融资担保费率降至1%以下。”《绩效评价指引》对担保费率的二级最高分为12分，完成目标值得10分，低于目标值酌情加分。

3.风险分担、财税支持

“6号文”提出“原则上国家融资担保基金和银行业金融机构承担的风险责任比例均不低于20%，省级担保、再担保基金（机构）承担的风险责任比例不低于国家融资担保基金承担的比例”。“19号文”依据《财政部 工信部关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》（财建〔2018〕547号）要求，对扩大小微企业融资担保业

务规模、降低小微企业融资担保费率等成效明显的地方予以奖补激励。《绩效评价指引》对于政府性担保机构的风险控制一级指标给与 20 分的占比，主要考核机构的担保代偿率、拨备覆盖率和依法合规经营情况。

4.回归主业、支持经营

“6 号文”提出四个不得，即“不得偏离主业盲目扩大业务范围，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资。”“19 号文”对此重申，并提出“对严重偏离支小支农主业、擅自扩大业务范围、违规开展股权投资和政府融资平台融资担保业务的地方各级政府性融资担保、再担保机构，要予以公开通报，不得享受各级财税支持政策，不得纳入国家融资担保基金合作范围。”“6 号文”提出多元化资金补充机制，增加担保机构资本金。“19 号文”鼓励地方政府“对于支小支农成效明显但代偿压力较大的机构，地方各级财政部门要根据绩效考核结果及时给予适当支持，推动实现可持续经营。”最新的《绩效评价指引》也将“经营能力”和“体系建设”作为绩效考核指标，其中二级指标合计占 14 分。

（二）第二类政策文件的指导方向

2020 年 1 月 31 日凌晨，世界卫生组织宣布，新型冠状病毒肺炎构成国际公共卫生紧急事件。新冠疫情的持续蔓延，已对我国乃至全球的经济产生了一定程度的冲击。2020 年 2 月 1 日，财政部联合五部委发布《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，针对疫情已经产生的不良影响，对银行业金融机构、非银行支付机构、清算机构、保险机构、融资性担保机构、征信机构、证券交易所、全国中小企业股份转让系统作出要求，除对疫情防控领域加大信贷支持力度外，还同时给予企业及个人在疫情期间一定的特殊保护，为疫情攻坚提供了全面的强有力的金融支持。其中关于担保机构**“鼓励各级政府性融资担保、再担保机构应当提高业务办理效率，取消反担保要求，降低担保和再担保费率，帮助企业与金融机构对接，争取尽快放贷、不抽贷、不压贷、不断贷。国家融资担保基金对于受疫情影响严重地区的政府性融资担保、再担保机构，减半收取再担保费。对于确无还款能力的小微企业，为其提供融资担保服务的各级政府性融资担保机构应及时履行代偿义务，视疫情影响情况适当延长追偿时限，符合核销条件的，按规定核销代偿损失。”**

（三）第三类政策文件的指导方向

1.《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》

2020 年 5 月财政部公布了《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》是在 2018 年发布的《中共中央、国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见》、2019 年发布的《金融控股公司监督管理试行办法(征求意见稿)》、2020 年发布的《国有金融资本出资人职责暂行规定》的基础上，容纳、整合、修改、扩充已有的关于国有金融资本管理的内容，重新整理发布的监管条例。该条例将对国有金融机构产生较大影响。《条例》对原有“实质开展业务的机构法人层级原则上不得超过三级”的限制主体范围从“金融控股公司”扩大到所有的“国有金融机构”，是对既有规定的突破，除了细化和突破外，也有规定属于“首次”。《条例》的第十五条、第四十三条、第四十四条对**国有金融机构的股权管理做了相关规定，要求国有金融机构在投资范围上应当尽可能地专注于主业，在内部的法人层级原则上不得超过三级并对其各级控股和参股企业依照“穿透原则”进行管理**。《条例》第五十九条对国有金融机构的资本金做出两点限制，一是注册资本必须实缴，二是禁止以非自有资金向国有金融机构出资。结束了此前并无统一规定的局面。此条的重要意义在于统一了现有关于向金融机构出资的散乱的规定，明确非金融企业投资金融机构必须使用自有资金，而金融企业投资金融企业原则上也必须是使用自有资金，防止金融企业过渡举债投资。《条例》第七十七条以专门条款的形式对**国有金融机构的声誉风险管理进行了统一规定，尚属首次**。当前媒体与舆论生态发生了巨大变化，对声誉风险管理带来诸多挑战，金融机构面临着更多来自内外部的环境变化及由此引起的调整需求，面临的潜在声誉风险危机进一步加大。《条例》第八十一条规定，“国有金融机构处置不良资产应当坚持公开、公平、公正原则，**不得转让给原债务人，不能使原债务人及其关联方获得不当利益**”。将债权转让给原债务人，属于债的混同，债的混同发生债务消灭的结果。此前并无此规定，因此《条例》的第八十一条对于融资担保机构、资产管理公司而言需要特别关注。

2.《中华人民共和国民法典》

《民法典》涉及的内容较多，有关担保的指导内容详见公众号同名文章。

三、一系列政策文件对融资担保行业的意义和影响

（一）一系列政策文件的发布对担保行业发展的意义

1.肯定融资担保业对社会经济发展的作用

2017 年颁布《融资担保公司监督管理条例》、2018 年批复设立国家融资担保基金之后，对建设全国融资担保体系具有重要意义，之后又出台了相关政策文件，对规范全国

政府性融资担保体系运行，进一步加大政策扶持力度，充分发挥政府性融资担保作用，缓解小微企业、“三农”融资难融资贵问题具有重要意义。2019 年发布了“6 号文”，2020 年的“19 号文”，“银发 29 号文”，新的《国有金融资本管理条例》，《民法典》等。这些政策文件内容大多会涉及、指导政府性融资担保机构如何开展业务，如何监管机构等。其目的在于引导政府性担保机构进一步支农支小，缓解企业融资难题，将金融“活水”浇灌到各中小实体企业，同时防止经营风险和法律纠纷。这一系列政策文件的发布，进一步说明中央层面对融资担保在我国社会经济发展中起到的稳定器、助推器作用的充分肯定，明确和赋予政府性融资担保机构在国民经济发展中责任和使命。

2. 第一类政策明确政府性融资担保机构的普惠性和支农支小的作用

小微企业、“三农”经济受本身资产少、价值低影响，很难获得银行贷款。对商业性担保机构来说也属于风险高、收益低的业务。金融机构不愿介入，市场调节在这一块是失灵的。这就需要政府进行必要的干预，政府性担保机构为小微企业和“三农”融资提供担保，解决市场失灵问题，因此政府性融资担保机构为小微、“三农”提供的融资担保具有准公共和普惠属性。“6 号文”、“19 号文”、“21 号文”等政策文件反复强调政府性融资担保机构要坚持以支小支农为理念，发挥担保的杠杆效应，专注于服务小微企业、双创主体、新型农业经营主体、农户等资金需求主体。为出资人特别是银行分散资金风险，引导更多金融资金支持经济社会发展薄弱环节，破解小微、“三农”融资难融资贵难题。

最新发布的《政府性融资担保、再担保机构绩效评价指引》与“6 号文”、“19 号文”等一脉相承，进一步完善全国政府性融资担保体系。尤其在银担合作、风险共享方面给出了比例。《绩效评价指引》更是改变简单套用国有企业、金融机构绩效评价指标的现状，重构政府性融资担保绩效评价体系，有助于强化对政府性融资担保绩效评价工作的统一指导和规范。

3. 第二类政策文件更加注重特殊时期政府性融资担保机构应该承担使命

疫情对正常的生产经营、市场秩序带来了严重的影响。由于疫情期间企业停工停产，企业的销售链条不畅，营业收入下滑，资金链紧张。为此发布了“银发 29 号文”，其目的在于鼓励金融机构对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但受疫情影响暂遇困难的企业，特别是小微企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷，帮助有困难的企业渡过难关。对于受疫情影响严重的企业到期还款困难的，

可予以展期或续贷，相应的担保责任也适当延期。并且要求各级政府性融资担保再担保机构应取消反担保要求，降低担保和再担保费。对受疫情影响严重地区的融资担保再担保机构，国家融资担保基金减半收取再担保费。该类文件的发布意在要求国有金融机构在特殊时期要承担必要的使命。

4.第三类政策在健全金融机构监管方案、构建风险防控机制方面发挥作用

近年来，国家不断健全政府性融资担保的“四梁八柱”，相继出台了《融资担保公司监督管理条例》及配套制度，印发了《国务院关于促进融资担保行业加快发展的意见》等纲领性文件。随着《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》和《民法典》未来的实施，融资担保业的监管条例更加具体，从政府性融资担保（国有金融机构）注册资本、管理体制、管理内容、资本布局等方面给出了监管条例。未来随着《民法典》的实施，原《担保法》将会废止，《民法典》对担保合同部分条款作出性的说明，如“当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任。”调整了原担保法中“当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照连带保证承担保证责任”。

（二）一系列文件的发布对融资担保机构的影响

1.业务逐渐向小微和“三农”方向转移

一系列政策文件的发布强调各级政府性融资担保、再担保机构要重点支持单户担保金额500万元及以下的小微企业和“三农”主体，优先为贷款信用记录和有效抵质押品但产品有市场、项目有前景、技术有竞争力的小微企业和“三农”主体融资提供担保增信，确保支小支农担保业务占比达到80%以上。充分发挥政府性融资担保作用，更加积极支持小微企业和“三农”主体融资增信，帮助企业在疫情之后复工复产、渡过难关。从政策文件的指导方向来看，一方面要求政府性担保机构压缩大中型企业业务，逐步转向服务小微、“三农”以及符合条件的战略性新兴产业企业。另一方面要求政策融资担保机构承担一定社会职能，帮助企业在疫情过后尽快复工复产，并尽量减少企业负担，在一定范围内免除部分企业担保费率。

2.加强考核监督，规范股权投资，降级业务风险

“6号文”要求政府性融资担保、再担保机构“不得偏离主业盲目扩大业务范围，不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资”。“19号”、“21号文”等对这方面进行了重申，表明监管层对于

政府性担保公司回归“支农支小”业务的决心。《国有金融资本管理条例（征求意见稿）》要求“国有金融机构在投资范围上应当尽可能地专注于主业，在内部的法人层级原则上不得超过三级并对其各级控股和参股企业依照‘穿透原则’进行管理”。未来政府性融资担保机构想通过设立子公司的方式开展业务，要考虑是不是在法人层级上超过三级，此外对于担保机构的不良资产处置，《条例》也有新的要求，即“国有金融机构处置的不良资产不得转让给原债务人，不能使原债务人及其关联方获得不当利益”，这就使得通过向关联公司转移不良资产达到发债融资目的后再将不良资产转会的道路已走不通。

一系列文件的发布将使很多评级较高的政府性担保公司放弃债权发行增信、股权投资等业务，这部分担保机构的收入必将下降，业务风险增加。但可以通过再担保、财政补贴、风险共担来降低系统风险，实现可持续经营。

（三）融资担保机构如何发展未来业务

目前政府性融资担保工作面临诸多难点，如聚焦主业不够（垒大户、挣快钱，支小支农业务占比不足 6 成，发债担保余额占比近 2 成）、放大倍数不高（2 倍左右，远低于其他国家：日本 35-60，美国 50，台湾 17-18，法国 12-15，韩国 7）、担保费率不低（2%左右）、机构实力不强（小而分散，重复建设，缺资本、缺人才）、银担合作不畅（门槛高，不分险）、正向激励不足（多龙治水，重盈利考核）等。“6 号文”、“19 号文”、《绩效评价指引》等多部政策文件反复强调政府性担保、再担保机构要进一步降低费率，针对小微、“三农”的费率要尽量降低到 1%以下。未来政府性融资担保、再担保机构必将调整业务结构，以符合政策要求。受“降费让利”政策影响，短期内政府性融资担保、再担保机构收入减少，但由于其更加符合政策监管要求，在绩效评价上能够获得高分，会获得更多的财政补助，从而保证了可持续经营。

（作者：西部（银川）担保有限公司 研发部）

热点聚焦

基金

债基“跌到心慌”平滑回撤遇“首考”

在不少三方平台的讨论区，都有基金投资者针对这段时间债基收益下滑的疑问，表示“要割肉”。而针对性的，不少基金公司近期亦在积极对债基净值回调进行解读。

连续的大幅波动，让一向平稳的债券基金走向大跌。

21 世纪经济报道记者统计数据显示，6 月前三个交易日，全市场债券型开放式基金中有 2205 只（分份额统计）基金的收益表现为负，占可统计的 2693 只基金的比例为 82%。

仅 6 月 3 日，有 2546 只债券基金的净值下跌，占比达到 95%。

就连支付宝平台上颇为热门的个人养老保障管理产品建信养老飞越 366，都在 6 月 2 日、6 月 3 日出现连续下跌，“不得不针对近期净值波动情况进行公告释疑”。

21 世纪经济报道记者发现，不少投资平台上都涌现出投资者质疑的声音。

其背景是债券市场持续波动，10 年期国债期货 T2009 合约本月以来跌幅已经达到 0.94%，5 年期国债 TF2009 合约本月来跌幅也达到 0.9%。而现券收益率则连续走高。10 年期国债活跃券 6 月以来收益率已上行 2.58%。

关于“布局”的选择，正摆在基金公司面前。

“固收+”竞赛场摸底

虽然债券市场波动不断，但“固收+”仍是不少基金公司营销宣传的重点。

21 世纪经济报道记者发现，在某知名互联网基金销售平台，就在展示有针对“固收+”策略产品的推荐页面。

在其介绍中，“固收+”是以资产配置策略进行投资的基金，主要投资债券，同时适度参与股票投资，追求稳健的同时力争比货币基金和短期理财更高的回报。

这类产品，被认为“在货币基金等收益持续走低的当下，亦更加受到关注”。

21 世纪经济报道记者梳理发现，近期华安基金、中欧基金、南方基金、海富通基金等多家公司均有“固收+”新品发行。

据悉，不仅有海富通等连续多年布局“固收+”的基金公司，持续拓宽产品布局，早前还有睿远基金也着手推出其首只“固收+”专户产品。

“今年的新冠疫情加速了货币基金收益收缩的趋势。为了促使国内经济运行早日回归正轨，稳健的货币政策更加灵活适度，央行通过降准降息与增加再贷款再贴现额度来

支持实体经济，银行间流动性进一步宽松，从而推动货基收益率加速下行。”博时基金固定收益总部现金管理组负责人魏桢向本报记者坦言。

在收益下行趋势难改的情况下，“固收+”就凭借着“在尽量小的波动范围追求更高的收益”，而成为理财市场上的热词。

“我们5月份发了一只‘固收+’策略的产品，发行情况还比较理想。”华南一家公募基金公司市场部人士表示。

“这类产品比较好地综合了股票和债券的优势和不足。”前述公募基金人士表示。

其核心逻辑是，通过股债结合的方式，利用债券部分去平滑净值回撤，利用股票部分去争取拿到更高收益率，利用债券部分去平滑净值回撤，并不似预计的那般容易。

从债基市场数据来看，6月1日至3日的收益数据来看，有国金惠安利率债、建信中债5-10年国开行、永赢合益、民生加银恒裕、蜂巢添盈、银河泰利A、嘉实中期国债ETF联接等13只债券基金在这期间的收益均跌超1%。

其中国金惠安利率债、建信中债5-10年国开行均跌超1.1%。

债基业绩“滑铁卢”

记者统计数据显示，在市场单日下跌最大的6月2日，包括泓德裕祥A、永赢合益在内的两只基金，当日净值跌幅就超过0.9%；6月3日，则有中银澳享一年定开基金的净值跌幅超过0.9%。

相关机构研究人士认为，6月2日债市大跌背后的原因是6月1日晚央行公告直接购买小微贷款，这一放水可以绕过传统宽货币的举措，被市场理解为宽信用将加速。

而从买方机构端的反馈来看，来自“预期”变动的影响也是一个关键因素。

就在五月末，不少机构就表示对下月初的资金面收紧预期缓解。

“收益率上行的原因一方面是月末银行机构融出减少，加上利率债发行量较大，缴款压力的冲击，资金面明显收紧，资金价格大幅上行；另一方面，公开市场利率下调预期落空，此前央行进行100亿元的逆回购操作，市场均预期央行将下调OMO利率，但公告出来，利率并未下调，市场预期落空；以及汇率压力导致央行调控资金价格。”北京某公募基金固收总监表示。

而按照其彼时预期，“资金面收紧预计下周会有所缓解，央行本周没有调降公开市场操作利率，预计短期市场对此的预期会有所消退，但汇率的压力短期依旧存在，也将

使得短期资金价格较难回到前期低位，短端近期承压，长端从 4 月 30 日以来已经调整超 20BP，释放了较多前期上涨的风险。”

但显然，月初央行的动作不太符合这种乐观预期。

“之前大家对货币政策预期太高，但上周央行的操作其实是边际收紧的。在大家对货币政策边际变化预期不足的情况下，财政政策又有所发力，包括大量的专项债，以及央行发布的支持小微贷款的政策等，使得债市情绪较为恐慌。”上海一家公募债券基金经理表示。

其坦言，市场调整虽在意料之中，但幅度超预期。

“这段时间赎回的投资者也有不少，其实我们认为度过这段时间就好了，长期来看债券基金仍具备配置价值。”北京某公募基金人士表示。

债市最好的日子是否已经过去？

牛熊之争待解

从 5 月份连续调整以来，每一次波动都牵动着市场。

中信证券研究认为，在经济边际修复和宽信用政策推进之下市场的风险偏好料将迎来回升，6 月的利率中枢恐难以回到 5 月的低点，但综合考虑后续基本面的恢复进程与货币政策的节奏，短期内趋势性熊市尚未到来，在基本面弱复苏、宽信用发力叠加货币政策踌躇的组合之下，震荡市将是后续债券市场的主要特征，预计 10 年国债到期收益率将在 2.6%-2.8%的区间震荡。

“目前格局使得 6 月份很关键。”申万宏源证券首席债券分析师孟祥娟表示。

在其看来，债市利好特别是货币政策及流动性利好在 4 月表现较为充分，考虑到 2 季度是本轮债牛最后一个波段，收益率处于低位且波动较大，市场止盈动力加大。债市仍有利好，但 5-6 月边打边退，对 2020 年下半年债市维持谨慎的观点。

“弱复苏宏观背景下，短期利率趋势性下行阶段逐渐接近尾声，货币政策的重心转向宽信用，央行重启逆回购，但主要是短期调节资金面，不意味着重启新一阶段的宽货币，目前债券的性价比一般。”博时基金首席宏观策略分析师魏凤春表示。

不过也有机构认为，当前市场“最恐慌”的阶段已经过去。

“对于后续债市的行情，目前已经基本调整到位了，收益率快速上行的阶段已经过去。短期市场调整幅度较大，其实反而是一个加仓的契机。” 信诚优质纯债基金经理吴胤希向本报记者坦言。

“对于债券市场来说，短期内可能会陷入震荡行情，但6月上旬经济数据可能会出现较大的预期差，同时下一轮降准也可能在6月上旬落地。如果以上判断成立，6月中上旬债券市场将迎来新一轮的上涨行情。” 兴银中短债基金经理李文程认为。

21世纪经济报道记者发现，在不少三方平台的讨论区，都有基金投资者针对这段时间债基收益下滑的疑问，表示“要割肉”。而针对性的，不少基金公司近期亦在积极对债基净值回调进行解读。

（文章来源：21世纪经济报道）

解读：

进入2020年以来，国内股市在疫情影响之下陷入剧烈震荡之中，大涨大跌之下凭借着在尽量小的波动范围内追求更高收益的“固收+”策略受到不少机构的看好，华安基金、中欧基金、南方基金、海富通基金等多家基金公司均有“固收+”产品发行。理论上讲，在央行通过降准降息与增加再贷款再贴现等货币政策引导下，“固收+”策略产品有望创造出更高收益。但步入5月以来，作为“固收+”产品主要表现形态的债券型基金却可谓是冰火两重天。虽说债基整体规模仍处于稳步增长态势，但受债券市场违约事件频发影响，不少债券基金连番踩雷遭遇巨额赎回，清盘退场。此外，5、6两月利率债供给高峰持续以及短期利率趋势性下行阶段逐渐接近尾声，债券投资性价比不在，不少债基遭遇利率回撤风险，边打边退，割肉退场。不过，也有少数基金看空后期经济走势，预计未来债券市场仍有一波上涨行情，坚定看好“固收+”配置策略，选择继续加仓。

精彩推荐

租赁

监管落地超万家融资租赁公司面临行业洗牌

融资租赁行业迎来统一规范整改与监管。

6 月 9 日，银保监会发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），从完善业务经营规则、加强监管指标约束、厘清监管职责分工等方面提出要求。

其中在集中度方面，《办法》对融资租赁公司的租赁资产提出最低占比要求，并参照金融租赁公司的监管指标，明确了固定收益类证券投资比例、单一客户和关联客户集中度要求，并规定其风险资产总额不得超过净资产的 8 倍，进一步引导融资租赁回归主业。

作为与实体经济结合紧密的一种投融资方式，融资租赁具有融资便利、期限灵活、财务优化的特点，在拓宽中小微企业融资渠道、推进产业升级和经济结构调整等方面发挥了积极作用。近年来，行业发展总体保持平稳态势。据全国融资租赁公司管理信息系统统计，截至 2019 年末，全国共有融资租赁公司 11124 家，比上年增加 518 家，同比增长 5%。

不过，目前，融资租赁行业“空壳”“失联”企业数量较多，约 72%的融资租赁公司处于空壳、停业状态，部分公司经营偏离主业，给行业带来一定的不良影响。

《办法》要求按照经营风险、违法违规情形划分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，并进行针对性安排，此举将规范市场。

提升风险防范能力

监督办法被业内期待已久。早在 2018 年 5 月 14 日，商务部流通业发展司发布了《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》，商务部已将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给银保监会，自 4 月 20 日起，有关职责由银保监会履行。2020 年 1 月 8 日，银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）。

在谈到《办法》制定的总体原则时，银保监会有关部门负责人表示，按照“补短板、严监管、防风险、促规范”的原则，《办法》通过加强和完善融资租赁公司的事中事后监管，引导行业规范有序发展。一是规范业务经营。明确业务范围和负面活动清单，对租赁物范围进行限定等。二是落实指标约束。引导融资租赁公司专注主业，加强合规监管约束。规定融资租赁资产比重、固定收益类证券投资业务比例、集中度管理等监管指标

内容。三是加强风险防范。完善融资租赁公司的公司治理、风险管理、计提准备金、租赁物评估管理等制度。四是实施分类处置。明确细化认定标准，指导地方开展分类处置工作。

上述负责人还强调，融资租赁公司与金融租赁公司所开展的融资租赁业务属于同质同类业务，应适用于相对统一的业务规则和监管约束。“为引导融资租赁公司专注主业，强化风险意识，逐步提升风险防范能力，我们增加了融资租赁资产比重、固定收益类证券投资业务比例、集中度和关联度等审慎监管指标内容。”他指出。

结合行业特征设置集中度要求

不过同时也要看到，考虑到融资租赁公司作为一般工商企业，和金融租赁公司在金融属性、股东背景、成立目的等方面有着较大的差异，《办法》在经营规则方面也对二者进行了适度区别。如在杠杆倍数方面，结合融资租赁行业发展和监管实际，将原有规定的风险资产不超过净资产的10倍调整为8倍，不采用金融租赁公司的“资本净额与风险加权资产的比例不得低于银监会的最低监管要求”。

而在广受关注的集中度管理领域，《办法》延续了《征求意见稿》中对集中度、关联度设定的具体监管指标。

实际上，在融资租赁行业内，有部分具有产业集团背景的融资租赁公司，其服务的客户主要为集团内部关联方。“对于我们这类央企租赁公司而言，目前主要租赁业务主要集中在央企产业内部。”北京某央企背景融资租赁公司相关负责人告诉《金融时报》记者，《办法》的出台也将促使我们尽快走市场化道路，外部业务比例也将提高。

广州越秀融资租赁有限公司总经理张磊表示，对于主要以集团内部业务为主的融资租赁公司，需要考虑未来的市场化转型压力，相关租赁公司需结合集团内部资源、现有业务和公司未来转型要求，挑选合适的业务方向，逐步推进市场化转型。

适当延长过渡期 更好发挥普惠效用

此外，在《办法》中还设置了达标过渡期，过渡期内要求存量融资租赁公司逐步达到有关监管要求。考虑到部分特定行业的融资租赁业务期限较长，《办法》将过渡期由原来的“两年”延长到“三年”，同时允许省级地方金融监管部门根据实际情况适当延长过渡期。

对此，中国外商投资企业协会租赁业工作委员会会长杨钢在接受《金融时报》记者采访时表示，三年过渡期的安排一定程度上缓解了行业内一些公司对于高强度密切监管

带来的转型变化的挑战的担忧，给出了一个窗口期进行经营方式、业务模式改变和管理水平提升，但是每个公司自身的基因会导致各自的情况完全不同，向市场化经营转变对于很多公司来说并不是一朝一夕，当然一定程度上也将激发出公司的创新力。

可预见的是，《办法》的发布将对融资租赁公司产生深远影响。融资租赁公司自身该采取何种措施以更好适应行业新规？张磊建议，各家融资租赁公司需要评估目前的租赁物管理制度和流程，进一步完善包括租赁物确权、租赁物管理、租赁物价值评估、租赁物价值监测、租赁物余值管理等各项流程制度，逐步建立租赁物管理的信息化，实现融资向融物的转型。

值得关注的是，融资租赁、商业保理和典当业务由商务厅统一划归至银保监会监管后，除了融资租赁的相关监管办法外，《关于加强商业保理企业监督管理的通知》和《关于加强典当行监督管理的通知》也相继落地。这将厘清行业发展框架，明细监管要求，继而化解金融风险，使几类机构更好发挥差异化补充作用，通过各自独特业务模式和渠道，直接为实体经济提供融资。

（文章来源：金融时报）

解读：

作为与实体经济结合紧密的一种投融资方式，融资租赁具有融资便利、期限灵活、财务优化的特点，在拓宽中小微企业融资渠道、推进产业升级和经济结构调整等方面发挥了积极作用。近年来，行业发展总体保持平稳态势。据全国融资租赁公司管理信息系统统计，截至2019年末，全国共有融资租赁公司11124家，比上年增加518家，同比增长5%。为适应新的监管体制，建立健全审慎、统一的融资租赁业务监管规则，夯实强化监管、合规发展和规范管理的制度基础，促进融资租赁公司依法合规经营，银保监会研究制定了《办法》。此次《办法》按照“补短板、严监管、防风险、促规范”的原则，通过加强和完善融资租赁公司的事中事后监管，引导行业规范有序发展。一是规范业务经营。明确业务范围和负面活动清单，对租赁物范围进行限定等。二是落实指标约束。引导融资租赁公司专注主业，加强合规监管约束，清除“空壳”、“失联”公司。规定融资租赁资产比重、固定收益类证券投资业务比例、集中度管理等监管指标内容。三是加强风险防范。完善融资租赁公司的公司治理、风险管理、计提准备金、租赁物评估管理等制度。四是实施分类处置。明确细化认定标准，指导地方开展分类处置工作，推动融资租赁行业“减量增质”。

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

疫情常态化下的经济恢复模式

今年年初爆发的新冠疫情，是过去一百年来最严重的全球性传染病，对全球经济形成了空前的冲击。

中国经济在 3 月份开始解封恢复，欧美经济也在 5 月份逐步重启。在疫苗和药物的大规模推广需要较长时间的背景下，如何分析新冠疫情在重启过程中对经济活动的影响呢？我们从交易费用的角度来切入。

现代人类经济活动是在分工和交易的基础上展开的。尽管有不少交易目前已经可以实现线上化，但是绝大多数的交易仍然必须在线下完成。

从交易的角度看问题，常态化的疫情给每一次线下交易都带来了一笔额外的交易费用，这一交易费用既包括戴口罩、保持社交距离等防控成本，也包括小概率染病带来的成本。经济主体会权衡交易费用与潜在的交易获益，进而调整交易行为。

如果交易获得的潜在好处大于额外增加的交易费用，那么经济主体会继续从事交易。如果潜在利益小于增加的交易费用，那么会推迟或者取消该笔交易。

把这样的思路转化成为可以观察、测量和验证的推论，有助于加深我们对这一问题的理解。为此，我们提出两个基本的工作假设：

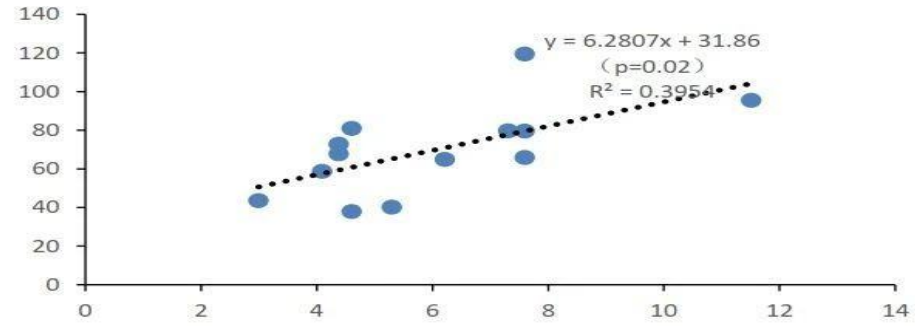
一是当经济主体从事一笔交易时，尽管获益难以观察且带有主观性，但一般而言，金额越大的交易，潜在获益相对越高；二是交易费用是相对固定的。

在这两个假设下，可以得到这样的推论：单笔交易金额越大的商品，交易费用占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态；反之，单笔交易金额越小的商品，交易费用占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟。

为验证这一推论，我们首先观察 13 种可选消费品的横截面数据，如图 1 所示。图中横轴为平均单笔交易金额取自然对数；纵轴为该商品销量的增速从底部回升幅度，相对于疫情早期下跌幅度的百分比，代表了该商品销售的恢复程度。

不难发现，截至 4 月底的数据，商品的消费金额和恢复度之间存在显著的正相关关系。进一步扩大样本，涵盖餐饮、酒店等服务行业（见图 2），结论依旧成立。这两个统计结果支持了我们上述的推论。

图1：可选消费：交易金额和恢复程度

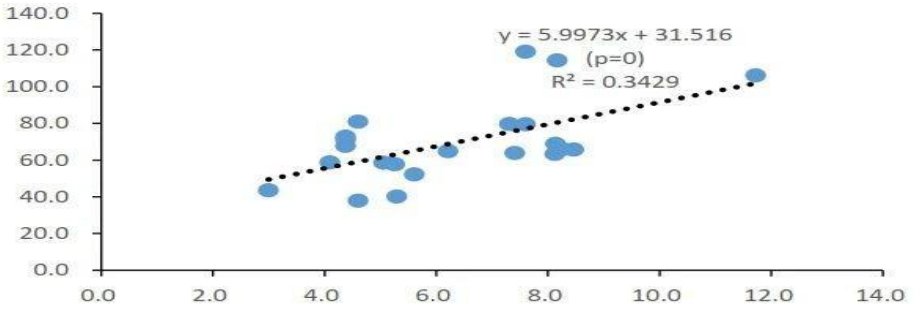


数据来源：Wind，安信证券

注：横轴为交易金额取 Ln，纵轴为该商品增速从底部回升的百分比。

高善文经济观察

图2：可选消费：交易金额和恢复程度



数据来源：Wind，安信证券

注：横轴为交易金额取 Ln，纵轴为该商品增速从底部回升的百分比。该样本添加了餐饮、酒店。

高善文经济观察

需要承认的是，我们在建立模型的过程中做了一些简化，比如函数的构造、对不同活动感染风险的假定以及一些行业供应限制层面的潜在影响，但我们倾向于认为这些简化不影响我们的基本分析和结论。

从日常生活的交易经验来观察，也符合这一结论。如图 3 所示，对汽车这种大额的交易活动而言，它经历了断崖式的下跌，随后出现了对称的 V 型反弹，当前已经回到疫情前的增长水平。

对房地产销售这种更大额的交易而言，情况类似。如图 4 所示，1 月底到 2 月上旬商品房交易经历了断崖式的下滑，从 2 月中下旬以来开始快速恢复。到 4 月末，商品房的交易活动基本上已经回到疫情前的水平，6 月份这一数据已经显著超过疫情前水平。

图3：乘用车周日均零售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

高善文经济观察

图4：30大中城市商品房交易面积，万平方米



数据来源：Wind，安信证券

注：此处恢复度指2020年量占2017-2019年均值的比例。

高善文经济观察

观察单笔交易金额较小的领域。比如餐饮，如图5所示，它也确实在经历明确的恢复，但是到4月末的水平和疫情前相比，大概仍然下降了30%左右。即使到6月份，跟历史同期相比，仍然有20%左右的下滑。

另外观察旅游，如图6所示，今年五一假期跟去年的五一假期相比，接待游客数和旅游总收入，都有相当明显的下降。

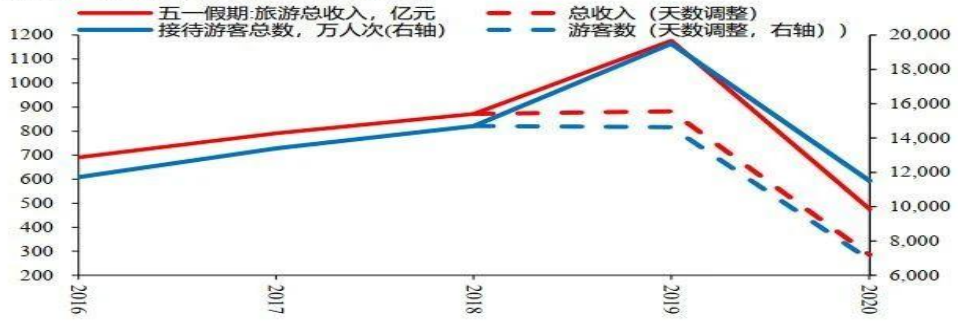
图5：全国餐饮账单数量同比，%



数据来源：Wind，安信证券

高善文经济观察

图6：五一假期旅游总收入与旅游人数



数据来源：Wind，安信证券

注：由于五一假期天数不同，2016-2018 年均为 3 天，2019 年 4 天，2020 年 5 天；此处的天数调整就是简单的天数平均后，乘以 3。

高普文经济观察

进一步上升到对宏观总量数据的分析，观察消费和投资两个大类别，单笔固定资产投资活动的交易金额显著大于单笔消费活动的交易金额。

在这一条件下，如图 7 所示，可以看到投资活动几乎 V 型反弹，5 月份的数据可能就可以完全正常化。但是跟疫情前相比，社会消费品零售总体上仍然显著低于疫情前的水平，它的反弹的力度显著弱于投资活动。

在社会消费品零售内部，可以进一步把它分成必选品、可选消费品和耐用品。如图 8 所示，不难发现，交易金额相对较大的耐用品消费反弹幅度显著大于其他的可选消费品。

图7：社零和固定资产投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

高普文经济观察



总结而言，常态化的疫情给每一笔活动增加了额外的交易费用，这笔交易费用相对固定。在这样的条件下，对大额交易活动来讲，疫情的影响更小。对小额交易活动来讲，疫情的影响相对更大。

在宏观层面，疫情对投资和耐用消费品这类大额交易的影响几乎已经消失，但它对金额较小且难以线上化的交易仍然有明显的抑制作用。

交易费用的作用机制和数值评估

接下来我们尝试去估计交易费用的金额，分析交易费用影响交易活动的微观机制，并以此提出恰当的应对政策。

首先我们介绍理论模型，如图 9 所示，在没有交易费用的情形下，供应和需求达成的均衡为(P1,Q1)。常态化的疫情带来额外的交易费用，这一交易费用用 T(transaction cost)来表示，T 在纵向的长短代表交易费用的大小。

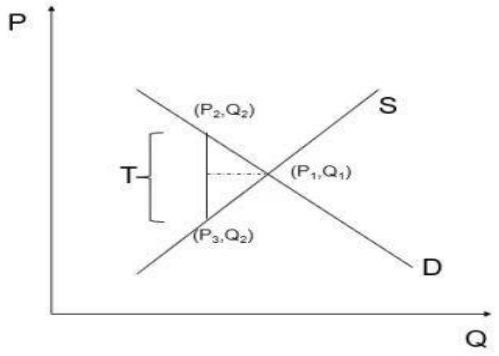
交易费用进入交易过程后，市场如何达到新的均衡？

对生产者而言，由于疫情的影响，消费者的需求下降，也就是说疫情的冲击是一次需求冲击，新的均衡位置为(P3,Q2)。

对消费者而言，消费者每从事一笔交易活动都有额外的交易费用，等同于每笔交易活动的价格都上升了，因此对消费者而言，疫情的冲击相当于是供应冲击，消费者的新均衡为(P2,Q2)。新均衡下消费者承担的价格 P2 实际上由两部分构成，一部分是支付给生产者的 P3，一部分是交易费用 T。

这一理论模型实际上借用了固定税的楔子理论：对每一件商品，政府如果征收一个固定数额的税，那么这会对交易活动形成影响。此处我们用交易费用来替代固定税楔子模型中的税。

图9：交易费用楔子示意图



高善文经济观察

数据来源：安信证券

从这一模型出发，我们有以下解释。

第一，由 P1 P2 P3 所围成的三角形区域是疫情带来的社会福利的损失。

第二，从表面上看，疫情带来的交易费用由消费者承担。但实际上，在市场均衡的条件下，这笔交易费用由生产者和消费者共同来分担。原因在于消费者减少交易活动，导致了市场均衡价格的下降。由于市场均衡价格的下降，生产者在一定程度上分担了额外增加的交易费用，生产者所分担的额外增加的交易费用等于 P1- P3，而消费者最终所承担的交易费用实际上是 P2- P1。双方之间相对分摊的比例与供求曲线的弹性有关。

第三，在不考虑其他复杂情形的条件下，这个模型可以一般化。所谓的一般化就是在疫情爆发之初，人们对哪种防护措施最有效是缺乏认知的，对感染风险难以客观冷静度量。在恐慌条件下，人们很可能认为感染的风险是非常大的，在这样的条件下，可以认为由 T 所代表的交易费用非常大甚至无穷大。在这个模型之中，如果交易费用非常大甚至无穷大，就是把 T 的纵向无穷放大，相对于把 T 沿着横轴不断向左移，那么交易活动会完全停摆。

而如果疫苗或者药物大规模推广，在这个时候我们就不需要采取防护措施，感染风险也下降到 0。此时交易费用会下降到 0，模型中的 T 不断向右移动，最后市场就回到了原来(P1,Q1)的均衡水平。

此外，在常态化的条件下，怎样的防护措施最有效，感染风险到底有多大？人们有一个不断试错的过程，刚开始是一个主观的判断，基于这种主观的判断，人们开展很多的交易活动，随后人们发现似乎被感染的风险有限，于是开始调整主观所认定的感染风险。在这个条件下，隐含的交易费用也会下降，T 不断向右侧移动，整个市场越来越接近疫情前的状态。但只要疫情的风险存在，理论上交易费用就始终存在，交易就不可能回到(P1,Q1)的均衡位置。

常态化条件下，各个主体不断校准对染病概率的判断，采取成本更低更为有效的防护措施。这一过程带动交易费用下降，推动市场向疫情前的均衡水平靠拢，进而使得整个经济活动不断恢复。

3 月份以来，中国经济活动的表现遵循这种模式，美国和欧洲的经济恢复可能也将遵循这一模式。主要区别可能在于中国在境内已经基本上消除了病毒，在这个意义上来讲，我们主观认定的感染风险是非常低的，但是现在美国和欧洲经济重启的过程中，每天的新增感染人数仍然偏高，这意味着欧美各主体主观认定的感染风险，应该比中国更高，从而对经济活动的抑制作用也比中国要更大。

但毫无疑问，这个模型对现实仍然是一个简化的分析。它可能描述了现实中很多重要的部分，数据中很多重要的特征，但现实总是比任何理论都要更丰富、精彩和复杂。

有了这一理论框架，我们去评估交易费用的数值。

在上述的理论模型中，做交易费用的估计是比较简单的。因为(P1,Q1)是疫情前的均衡水平，是已知的，Q2 也是已知的，所以要得到 T，需要估计供应和需求曲线的弹性。

估计供应和需求曲线的弹性在统计上存在诸多困难。因为对于任何一个商品来讲，它的需求都受到了除了价格之外很多复杂因素的影响，供应的情况也类似。在现实中准确地去估计这些弹性需要海量的数据、精巧的数据处理方法、以及一些粗略的前提假定。

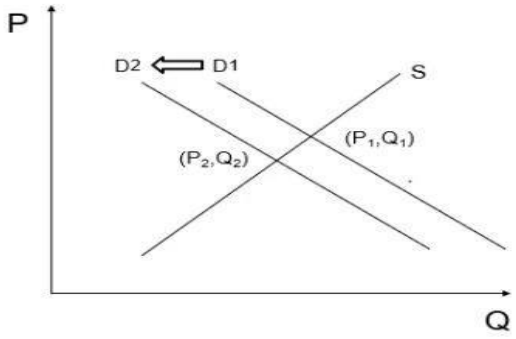
对我们来讲，不试图去估计每一件商品的供求弹性，因为单一商品弹性的估计太繁琐且意义有限。我们的基本想法是把可选消费品合并起来，作为一件复合商品，去估计这一复合商品的供求弹性，这样的话交易费用就是不同商品交易费用的平均值。

复合商品供应弹性的估计从道理上讲是比较简单的。因为站在生产商的角度来讲，疫情的影响是一个需求冲击。如图 10 所示，疫情的影响就是需求曲线从 D1 平移到 D2 的位置，从而市场的均衡从(P1,Q1)移到了(P2,Q2)，而这两点都是可以直接观察。因为疫情本身就像自然实验，是一个需求为主导的外生冲击，所以基于观察到这的两个值，就可以得到供应的弹性。

我们估计供应弹性为 4.4。

这一估计结果可能是真实供应弹性的上界。因为疫情期间，政府对供应活动施加了很多限制，在客观上也抑制了整个经济的供应能力，这样的话，完全把疫情假设成为一个需求冲击，估计出的供应弹性很可能是偏大的。也许真实的供应弹性在 2-3 之间。

图10：供应弹性的估计



数据来源：安信证券

高善文经济观察

对需求弹性的估计方面，北京大学光华管理学院刘俏等通过对近期消费券的研究，估计需求弹性的绝对值在 3.1 以上，但是消费券的发放本身会影响消费者的行为，因为这样的理论原因，3 以上的需求弹性估计很可能是偏高的。

我们观察复合商品量价的历史波动，尽量构造和还原了一些自然实验时期的数据表现。结合这一数据表现和经验判断，我们认为这一复合产品的需求弹性绝对值可能在 2 左右。

需求弹性的估计在技术层面上存在很多变数，但是我们可以假定它是 1-3 之间的某个数值，同样估计供应弹性在 2-3 之间，进而估计出一个交易费用的区间。我们可以不断校准对交易费用的估计，但是所有估计出来的值不应该做过于精确的解读。不过我们相信在量级上，它的偏差应该不会太大。

基于以上对弹性的假设和 4 月底对交易活动的观察，可以计算得到单笔的交易费用在 330 元。

我们猜测，在整个经济重建新均衡的状态下，最终的交易费用在 140 多元。

这一数值对很多小的交易活动来讲，抑制作用是比较强的，但是对大额的交易活动是可以忽略的。比如均衡条件下，140 元的交易费用对两三千的家电而言，占比相对较小，对这些交易活动的影响有限。但是对看电影、餐饮等活动而言，它的影响作用可能仍然比较明显。

基于补贴交易活动的政策应对

面对交易费用的增加，恰当的政策应该是什么呢？

在均衡的状态下，如果每笔交易额外增加了交易费用，假设是 140 块钱。那么为了让经济恢复正常，除了医学方面的措施，发展疫苗药物之外，恰当的经济政策是对每一笔交易，政府给予补贴 140 块钱。

如果政府对每一笔交易补贴 140 块钱，那么市场就会被推回到疫情前的均衡位置。

这种政策在理论上有很多优势。

第一，疫情主要打击了一部分行业和群体，很多其他的群体在常态化的条件下已经不受疫情的影响。那么通过政府补贴的方法，让一部分群体的社会福利损失由全体纳税人来分担，这种机制实现了社会保险的作用。这是一种在危机条件下，社会应有的一种救助机制。

第二，这一政策本身不对资源配置产生任何扭曲。在这样的政策干预下，经济立即回到了疫情前的状态，从而不造成额外的福利损失。

第三，根据疫情的起伏，补贴的力度可以随时调整。如果随着秋冬季的到来，疫情出现了再次爆发的风险，那么政府可以放大补贴金额。如果疫情进一步改善，可以不断缩小金额。疫情一旦消失，补贴立即取消。

政府对交易活动的补贴不仅使得经济回到了疫情前的状态，也由此防止了经济的螺旋式下降，从而可以产生乘数效应。

基于以上估计，在宏观层面，是否补贴金额大得不可承受呢？对此我们也做了估计，这一估计不应该做数值上的精确解读，它只是提供了一个政策的思路，提供了一个数量级上的概念。

因为整个投资活动和一部分耐用消费品活动已经正常化，实际上需要重点干预的领域主要是可选消费领域。基于可选消费品在整个经济活动的占比和交易情况，我们估计补贴金额大概占 GDP 的比重在 1%出头。

简单而言，政府拿出 12000 亿的金额去补贴每一笔可选消费品的交易，按照固定的金额去补贴，在理论上经济就会回到疫情前的均衡状态。

当然这一政策在实践上存在很多的复杂性，我们只提供一个理论情形，提供一个基本的政策思路和方向。具体的政策设计无疑需要考虑更多的限制因素和操作的可能性等。

结论

本文分析了疫情常态化条件下经济活动受到的影响，探讨了疫情作用于经济活动的微观机理，将理论推断与中国进度数据的证据进行了比对和检验，对关键理论参数进行了数值估计和推断，并提出了相应的政策应对建议。

我们认为，常态化的疫情给每次线下交易都带来和增加了额外的交易费用，这一费用包括个体的防控成本，以及万一感染带来的生活痛苦等两个部分。经济主体会权衡和

比较增加的交易费用，与继续进行交易活动的潜在获益，进而调整交易行为（简单起见，我们暂不考虑交易线上化的情形）。

在单笔交易金额越大，潜在获益越高和交易费用相对固定等两个工作假设下，不难得到以下推论：单笔交易金额越大的商品，交易费用占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态；反之，单笔交易金额越小的商品，交易费用占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟。

实证检验表明：中国在行业和总量层面的数据恢复均遵循上述结论。

疫情控制进展，影响着个体对感染风险的主观概率判断，是交易费用的重要组成部分。我们借鉴固定税的楔子模型，分析了交易费用增加对市场均衡价格的影响，以 4 月份的中国数据为基础，估计了这一参数的可能数值，并提出了应对的政策建议。

（文章来源：中国金融四十人论坛）

解读：

今年初爆发的新冠疫情，是过去一百年来最严重的全球性传染病，对全球经济形成了空前冲击。近日，北京地区单日新增病例有所反弹，这足以说明疫情防控还远不到放松的时候，也意味着人类与新冠病毒的长久共存很可能成为常态。安信证券研究团队发现，这种常态化下，疫情给每次线下交易都带来和增加了额外的交易成本。经济主体会权衡和比较增加的交易成本，与继续进行交易活动的潜在收益，进而调整交易行为。在单笔交易金额越大潜在收益越高和交易成本相对固定等两个假设下，上述研究得到以下推论：单笔交易金额越大的商品，交易成本占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态，如房地产消费；反之，单笔交易金额越小的商品，交易成本占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟，如零售、餐饮等。因此，在整个经济重建新均衡的状态下，最终的交易成本在 140 多元，政府需要对此作出补贴。作者建议，需要重点干预的领域主要是可选消费领域。基于可选消费品在整个经济活动的占比和交易情况，估计补贴金额占 GDP 的比重大概在 1%出头。简单而言，政府拿出 12000 亿的金额去补贴每一笔可选消费品的交易，按照固定的金额去补贴，在理论上经济就会回到疫情前的均衡状态。

共同关注

[宏观经济]

- ❖ 海关总署：1-5 月，我国货物贸易进出口总值 11.54 万亿元，同比下降 4.9%。其中，出口 6.2 万亿元，下降 4.7%；进口 5.34 万亿元，下降 5.2%；贸易顺差 8598.1 亿元，减少 1.2%。前 5 个月，美国为我国第三大贸易伙伴，中美贸易总值为 1.29 万亿元，同比下降 9.8%，占我外贸总值的 11.1%。
- ❖ 国家统计局：随着国内疫情得到有效控制和经济社会秩序有序恢复，在一系列稳投资政策的作用下，投资项目建设持续加快，投资降幅连续 3 个月收窄，高技术产业、社会领域投资增速均由负转正。2020 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不含农户）同比下降 6.3%，降幅比 1-4 月份和一季度分别收窄 4.0 和 9.8 个百分点。
- ❖ 国家统计局：消费市场延续逐步改善态势。随着全国疫情防控形势持续向好，居民外出购物和就餐活动加快恢复，市场销售连续三个月好转。5 月份，社会消费品零售总额同比名义下降 2.8%，降幅在 4 月份收窄 8.3 个百分点的基础上，再次收窄 4.7 个百分点；扣除价格因素，实际下降 3.7%，收窄 5.4 个百分点。

[政策法规]

- ● 发改委等五部门：印发《推动老工业城市工业遗产保护利用实施方案》。促进工业遗产与现代商务融合，改造利用老厂区、老厂房、老设施发展文化创意园区和影视拍摄基地，发展以工业遗产为特色的会展经济和文化活动，促进工艺美术产品、艺术衍生产品的设计、生产和交易。
- ● 市场监管总局：印发《关于坚决整治涉企违规收费切实减轻企业负担的通知》。各级市场监管部门要精心组织案件查办，交费端倒查摸排，打通“最后一公里”，注重解决企业对优惠政策“看得见、得不到”的问题。要广泛宣传价费优惠政策，进一步推进涉企收费事项公开透明，让企业明明白白交费。
- ● 海关总署：发布《关于开展跨境电子商务企业对企业出口监管试点的公告》。跨境电商企业或其委托的代理报关企业、境内跨境电商平台企业、物流企业应当通过国际贸易“单一窗口”或“互联网+海关”向海关提交申报数据、传输电子信息，并对数据真实性承担相应法律责任。
- ● 工信部：发布《2020 第一批行业标准制修订计划》，包括 5G 及下一代移动通信、人工智能、工业互联网和航空航天装备等行业。2020 年第一批共安排项目计划 415 项。其中，重点专项标准 177 项、基础公益类标准 39 项、一般标准 199 项；产品类标准 396 项，节能与综合利用标准 19 项。

[产业信息]

- ✚ 农业农村部：我国主产区麦收已经连续 10 天以每天 1000 万亩加快推进，麦收进度接近六成，超过 1.9 亿亩。今年，小麦第一大省河南立足打造全国重要的粮食生产核心区，拿出 3.2 亿元支持

扩种优质专用小麦，重点推广郑麦 136 等 7 大优势品种。

- 中国信通院：5 月，国内手机出货量 3375.9 万部，同比下降 11.8%；其中 5G 手机出货量 1564.3 万部，占比 46.3%。1-5 月，国内手机市场总体出货量累计 1.24 亿部，同比下降 18.0%；5G 手机累计出货量 4608.4 万部、上市新机型累计 81 款，占比分别为 37.0%和 47.9%。
- 国际能源署：2025 年全球液化天然气（LNG）贸易量将达到 5850 亿立方米，较 2019 年水平增长 21%。在此期间预计市场上将发生重大变化，即 2023 年中国将成为液化天然气的最大进口国，而 2025 年美国将占据液化天然气最大出口国的位置。
- 中汽协：5 月，中国汽车销量 219.4 万辆，同比增长 14.5%；新能源汽车销量 8.2 万辆，同比下降 23.5%。中国 5 月汽车出口 4.9 万辆，同比下降 37.4%。截至 6 月 11 日，23 家整车企业中共计 204 个生产基地，已全部复工。今年新能源汽车市场不会出现爆发性增长。厂家目前处在了解、适应政策，通过规模等手段调整产品、适应消费者需求的过程中。

[金融行业]

- 银保监会：印发《融资租赁公司监督管理暂行办法》。融资租赁公司融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%。融资租赁公司开展的固定收益类证券投资业务，不得超过净资产的 20%。
- 新华网：建设银行分别与沈阳、南京、青岛、合肥、长沙签订《发展政府性租赁住房战略合作协议》。根据初步测算，建行预计提供不少于 1100 亿元的贷款，支持 5 个城市在未来三年内以市场化运作方式筹集约 40 万套（间）政府性租赁住房，解决约 80 万新市民的安居问题。
- 上交所：对《上海证券交易所科创板首次公开发行股票发行与上市业务指南》进行修订，并自 6 月 12 日起施行。修订内容包括新增关于网上网下路演及上市相关事宜的声明；按照相关规定调整上市费用等。

[宁夏财经]

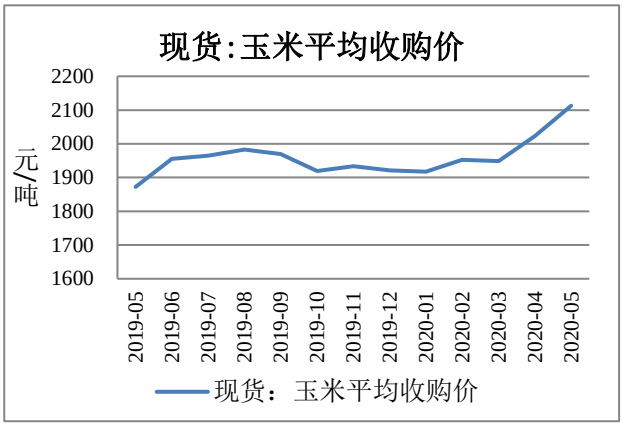
- 6 月 8 日，银川市发展和改革委员会发布，今年共开工 50 个重大项目，已开工 42 个，开工率 84%，完成投资 53.9 亿元。项目总投资 834 亿元，其中 2020 年度计划投资 238 亿元。今年开工的 50 个项目，更多侧重于补齐城市生态环境、民生公共服务领域、基础设施领域短板。
- 6 月 11 日，银川市社会保险事业管理中心发布截止 5 月末，银川市各项减免社保费政策共惠及参保企业 18695 户，参保职工 31.65 万人，减免养老保险费 7.43 亿元；失业保险涉及参保企业 18695 户，参保职工 34.46 万人，减免失业保险费 0.26 亿元；工伤保险涉及参保企业 17164 户，参保职工 40.1 万人，减免工伤保险费 0.37 亿元；医疗保险涉及参保企业 18143 户，参保职工 40.19 万人，减征医疗保险费 1.52 亿元。总计减免金额 9.58 亿元。
- 6 月 11 日，宁夏回族自治区中国移动分公司与银川新百集团、中国石油宁夏销售公司、宁夏银行

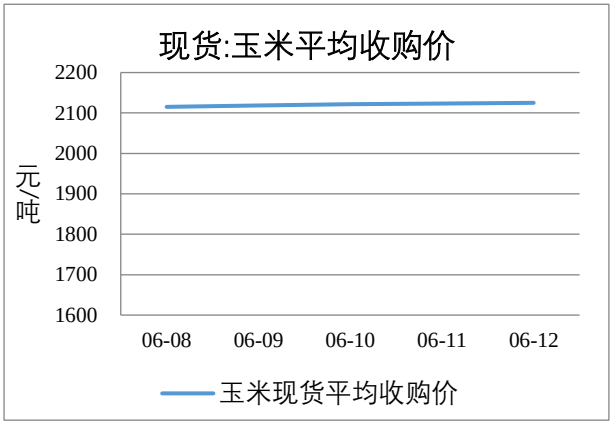
正式签订“5G 生态联盟”战略合作协议，共同面向全区发放 5 亿元 5G 消费券，助力全区经济社会数字化转型。

✧ 6 月 14 日，银川经开区首家购地自建的智能终端项目“中讯产业园”一号厂房主体正式封顶。项目拟投资 10 亿元，在银川经开区建设四栋功能性标准厂房，总占地面积约 40 亩，总建筑面积约 7 万平方米。项目自 2020 年 3 月 18 日正式开工建设，历经 85 天，第一栋厂房主体封顶。

云数据

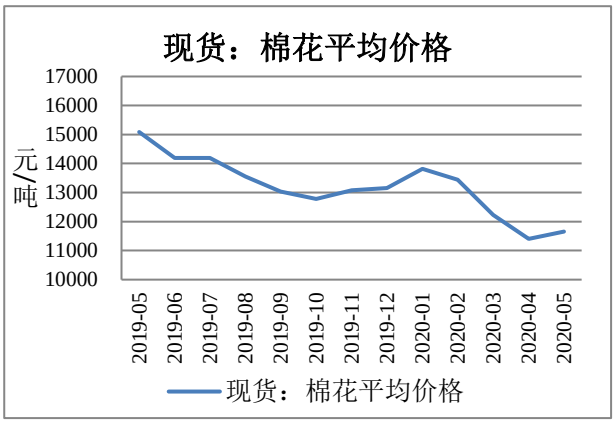
农产品

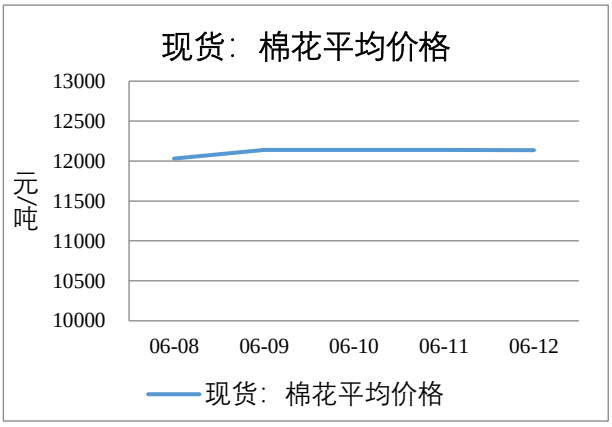




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，玉米现货平均价格为 2112.78 元/吨，较上月上涨 4.43%。2020 年首场临储玉米拍卖成交高、溢价高，提振了市场情绪，短期内玉米市场供应偏紧，需求方面则是在生猪存栏逐步复苏淀粉迎来传统需求旺季等因素的驱动，预计玉米价格近期仍是偏强态势主导。

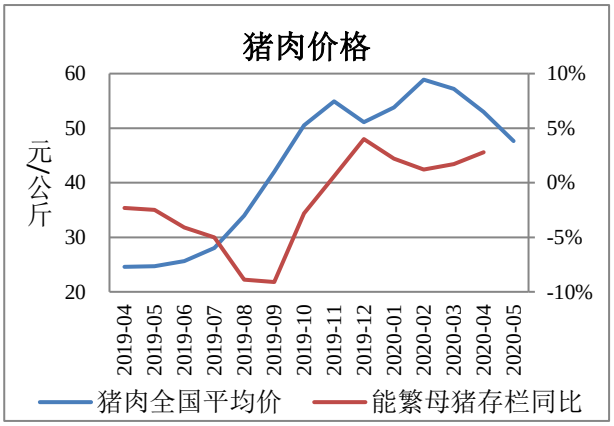
上周，玉米现货价格收于 2125.10 元/吨，环比上涨 0.51%。临储玉米还未到达需求终端，叠加临储玉米首拍高成交和高溢价的影响，目前玉米价格继续维持稳中偏强局面不变。

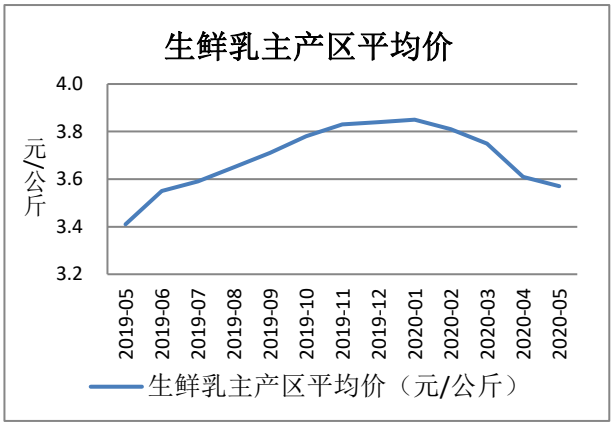




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，棉花现货平均价格为 11658.93 元/吨，较上月上涨 2.23%。5 月，下游纺织企业开机率较前期小幅回升，市场回暖迹象明显叠加产成品库存出现高位回落，价格出现上扬，但下游市场需求恢复还有待时日，预计棉花价格仍将保持低位区间震荡态势。

上周，棉花现货收于 12137.69 元/吨，环比上涨 1.72%。国内经济整体向好，下游需求逐渐恢复，预计短期内价格仍会保持上移趋势。

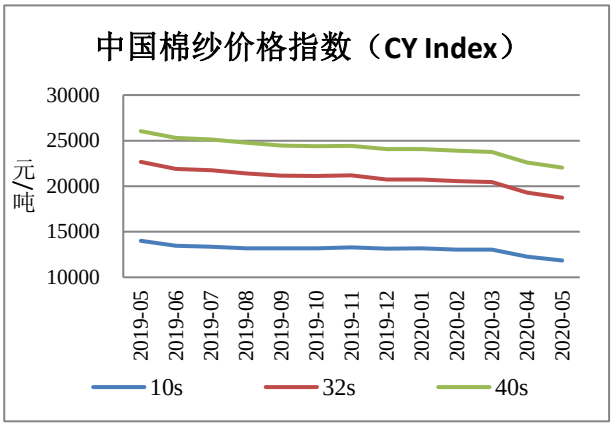


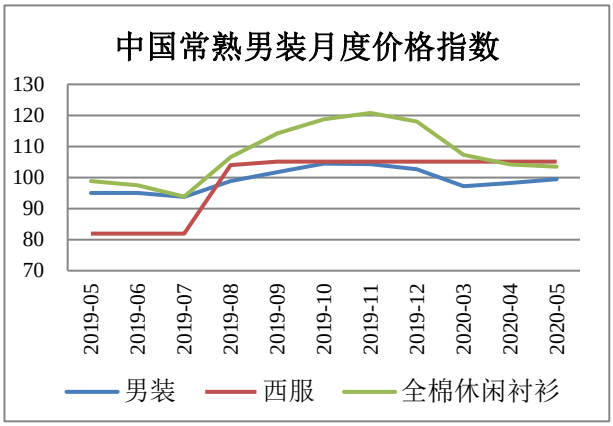


解读：从上图可看出，2020 年 5 月，全国猪肉价格为 52.96 元/公斤，环比下降 10.06%，同比上涨 92.76%。生猪存栏量回升，屠宰企业全面复工复产，前期压栏的生猪加快出栏，加之储备肉的投放，生猪产业链的供给持续回暖迹象明显，猪肉价格持续回落。

从上图可看出，2020 年 5 月，生鲜乳价格为 3.57 元/公斤，环比下降 1.11%。随着疫情防控成效显现，生产流通逐渐通畅，生鲜乳价格开始回落。

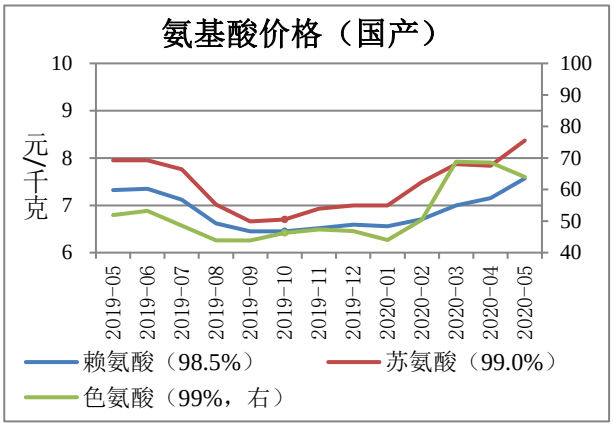
工业品

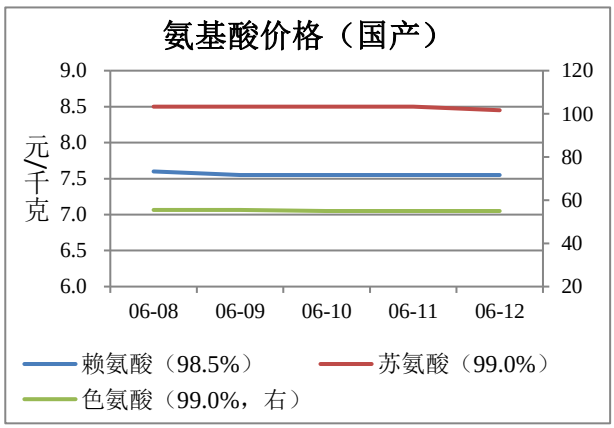




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，10S 价格为 11844.21 元/吨，环比下降 3.45%；32S 价格为 18738.95，环比下降 2.85%；40S 价格为 22037.37 元/吨，环比下降 2.40%。由于纱企受疫情冲击影响较深，企业内销、外销订单下降，企业被迫进一步压缩利润空间，以此来减少成品库存，抢夺市场份额，减轻自身的运营压力，预计短期内棉纱市场价格仍会保持小幅下降趋势。

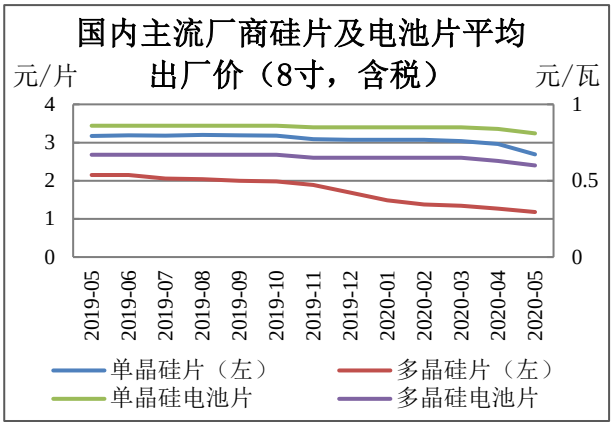
从上图可看出，2020 年 5 月，男装指数收于 99.46，环比上升 1.20%。由于服装企业进入夏休期，主要以出清前期备货为主，价格上涨的幅度不会很大，整体不会有较大的波动，预计短期内由于季节性服装库存减少，男装指数仍会小幅上涨。

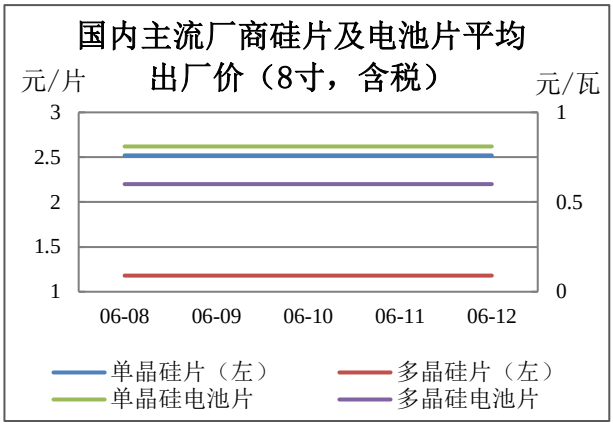




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，国产赖氨酸 7.57 元/千克，环比上涨 5.87%；苏氨酸为 8.37 元/千克，环比下降 6.76%；色氨酸为 63.97 元/千克，环比下降 6.71%。临储玉米拍卖的高议价，原料玉米价格持续偏强运行使氨基酸生产成本上升，相关生产厂家生产成本上升，市场价格稳中趋强；苏氨酸和色氨酸供应偏紧的状态得到缓解，价格趋于平稳。

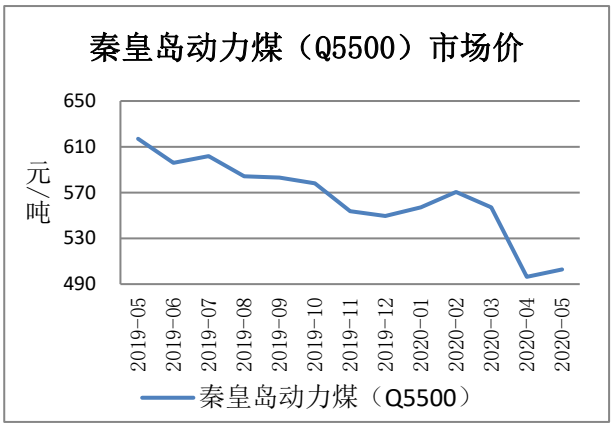
上周，赖氨酸价格收于 7.55 元/千克，较上周下降 0.66%；苏氨酸价格收于 8.45 元/千克，较上周下降 0.59%；色氨酸价格收于 55.50 元/千克，较上周下降 0.90%。由于前期氨基酸市场饲料企业的大量出售，近期供应比较富余，叠加下游饲料终端销售前景不明朗，多持观望态度，价格出现了下降趋势。

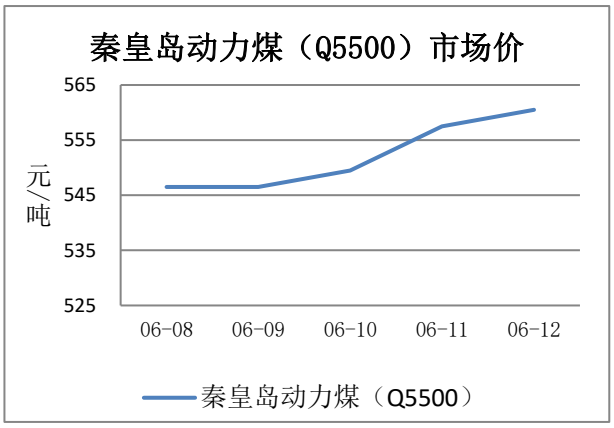




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，光伏产品价格继续走弱，其中单晶硅片均价 2.69 元/片，同比-15.14%，环比-9.12%；多晶硅片均价 1.18 元/片，同比-45.12%，环比-7.09%。单晶硅电池和多晶硅电池均价分别为 0.81 元/瓦和 0.60 元/瓦，同比分别为-5.81%和-10.45%，环比分别为-3.57%和-4.76%。整体来看，多晶硅片价格已经连续五周调降。受疫情影响，国内在产多晶硅片企业面对艰困的后市，为了降低或停止亏损，进一步缩减开工率甚至关停。另一方面国际贸易受阻，叠加印度政府整个 5 月的锁国政策，对于多晶需求无疑是雪上加霜，预判未来一段时间内多晶硅片价格将呈现一路走跌。单晶硅片同样受到影响，价格走跌。电池片同样受国际市场订单低迷和国内需求下降影响，价格下降。

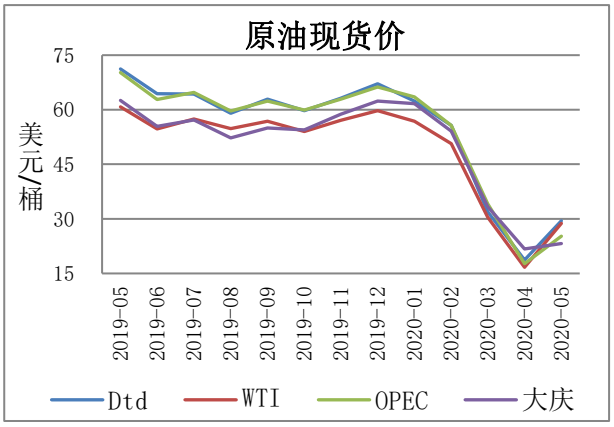
上周，国内主流厂商单晶硅片、多晶硅片价格分别收于 2.52 元/片、1.18 元/片，与上一周保持一致。单晶硅电池和多晶硅电池价格分别为 0.81 元/瓦和 0.6 元/瓦，已维持五周不变。目前，国内订单和国际订单基本趋稳，光伏产品价格止降为稳。

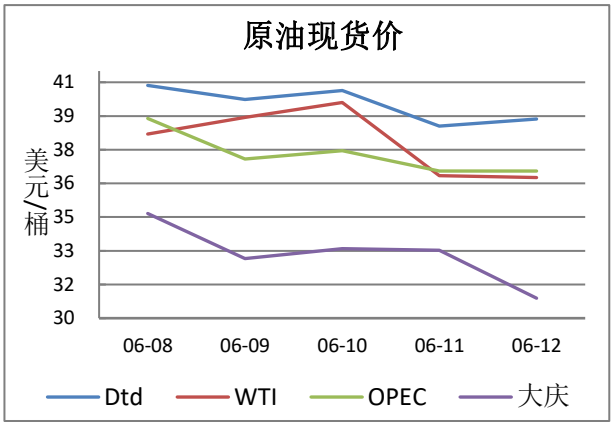




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，秦皇岛动力煤（Q5500）平均价为 503 元/吨，环比上涨 1.32%，同比下跌 18.49%。5 月初，需求端的弱势导致库存积压使得动力煤的价格持续下行。月末沿海电厂日耗煤整体有所回升。两会前大部分煤矿停产安全检查，造成煤炭供应量收窄，随着库存迅速减少且供应受限，煤炭价格大幅回升。

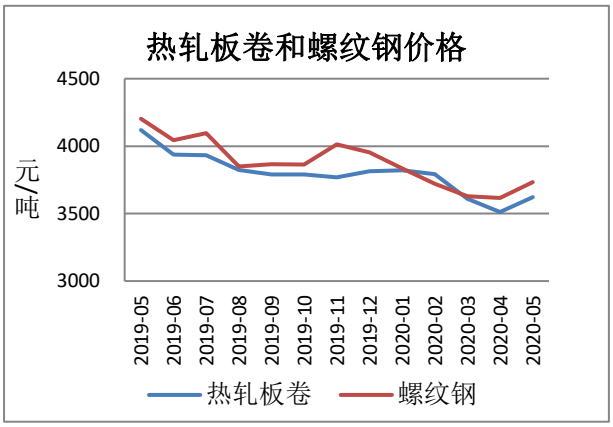
上周，受内蒙古鄂尔多斯地区管控趋严、产能受限的影响，供给端总体偏紧，煤价上涨。截止周五，秦皇岛动力煤（Q5500）市场价较上周上涨 14 元/吨，至 560.5 元/吨。

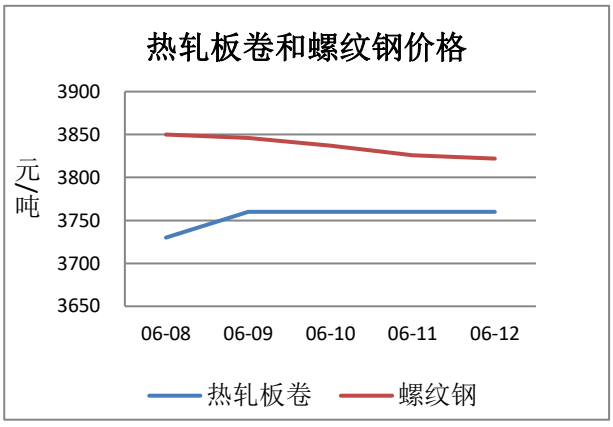




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，布伦特原油价格 29.43 美元/桶，环比上涨 57.37%，同比下跌 58.67%。西得克萨斯州中级轻质原油价格 28.80 美元/桶，环比上涨 72.49%，同比下跌 52.62%。欧佩克原油价格 25.29 美元/桶，环比上涨 42.99%，同比下跌 63.99%。国内原油价格 23.24 美元/桶，环比上涨 6.95%，同比下跌 62.86%。5 月份 OPEC+开始履行减产协议，主要产油国陆续减产，全球疫情得到缓解，更多国家放松了对于公共卫生事件的管控措施，需求反弹，原油价格回暖。

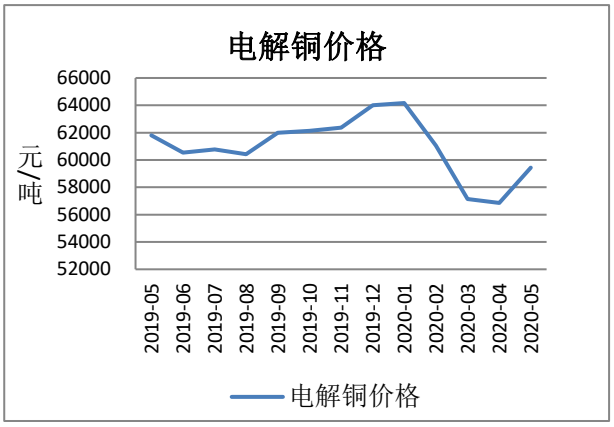
上周，美国新冠肺炎感染病例激增，引发了市场对第二波新冠疫情的担忧，原油价格下跌。截至周五，布伦特原油、西得克萨斯州中级轻质原油和国内原油现货价分别降至 38.86 美元/桶、36.26 美元/桶和 36.55 美元/桶，跌幅为 5.74%、9.07%和 4.69%。欧佩克原油冲高回落至 36.55 美元/桶。

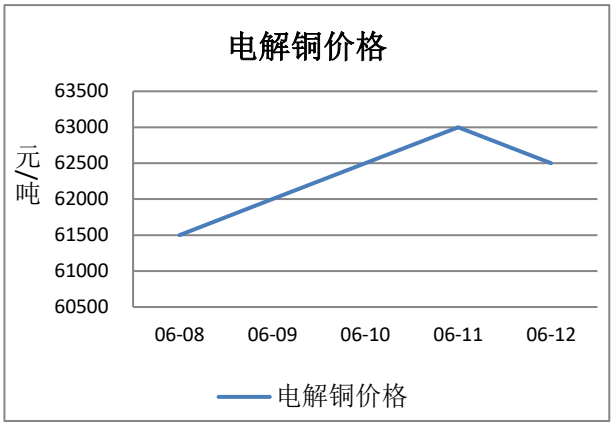




解读：从上图可看出，2020 年 5 月热轧卷板均价为 3,621 元/吨，环比上涨 3.11%，同比下跌 12.09%；螺纹钢均价为 3,733 元/吨，环比上涨 3.26%，同比下跌 11.16%。5 月份，国内重大项目的加速开工，市场需求恢复，焦炭、铁矿石为代表的原料价格拉涨，两会期间华北限产消息刺激，钢材价格普遍推高。

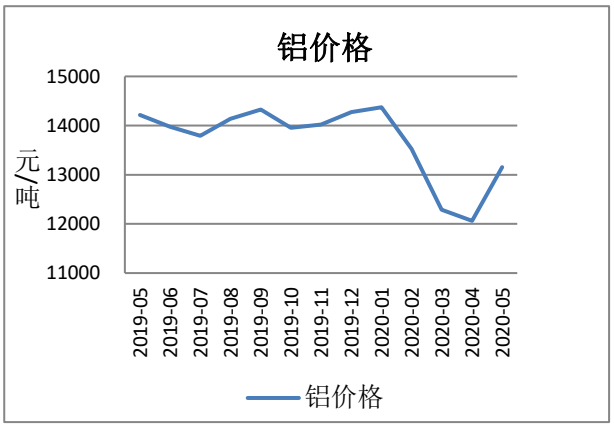
上周，淡水河谷传来消息，将暂停三个矿区的生产，铁矿石价格再次上涨，在铁矿石上涨行情的强势推动下，热轧板卷价格上涨。截至周五，热轧板卷每吨价格较上周上涨 30 元至 3,760 元/吨。但螺纹钢市场表现不佳，主要在于需求疲软叠加高位出货不畅，商家为此下调价格以促进销量，截至周五，每吨价下跌 29 元至 3,822 元/吨。

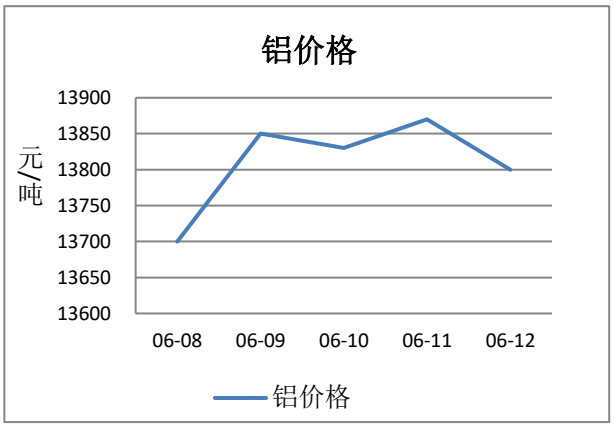




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，电解铜均价为 59,447 元/吨，环比上涨 4.56%，同比下降 3.81%。国内工业企业生产需求逐步好转。在国家政策刺激下，电网投资速度加快，铜需求量上升，当前下游企业开工基本恢复正常水平，终端需求也在转暖，整体消费表现仍偏强，减产持续去库带动铜价上涨。

上周，周初，国内铜供给趋紧，消费维持在较高水平，铜价上涨。周末，铜价主要受到美股波动影响，三大股指高开低走，铜价出现回调。截至周五，电解铜价格上涨至 62500 元/吨，涨幅为 3.20%。（按照电解铜的加工成本 3,550 元/吨估算，其生产成本约为 34,700 元/吨。

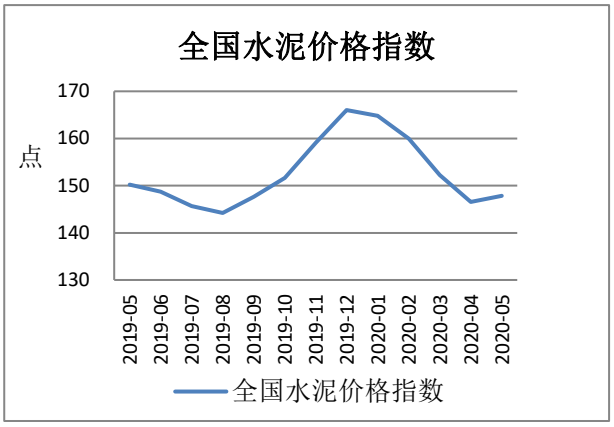


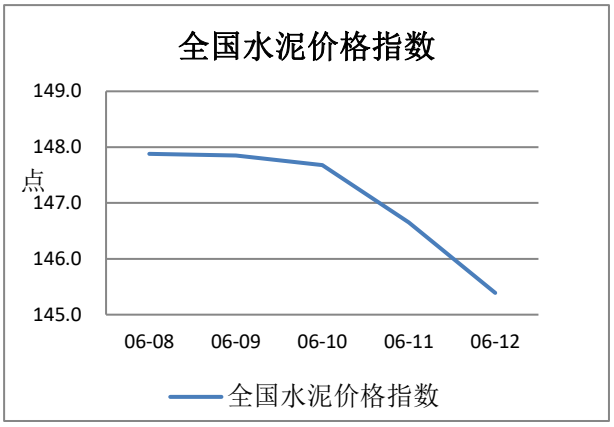


解读：从上图可看出，2020 年 5 月，铝均价为 13,152 元/吨，环比上涨 9.03%，同比下跌 7.49%。5 月份，电解铝企业由于下游消费的好转以及生产成本的大幅下移，企业减产积极，海外低价成交的氧化铝受船期的影响，国内氧化铝的供应偏紧，铝价上涨。

上周，铝价走势先扬后抑。周初，下游需求回暖，库存降幅持续收窄，供应偏紧，铝价上涨。周末，美国部分州疫情有反弹迹象，市场恐慌情绪有所上升，铝价回调。截至周五，铝 A00 市场价与上周相比上涨至 13,800 元/吨，涨幅为 2.39%。（电解铝的成本价约为 13000 元/吨左右。）

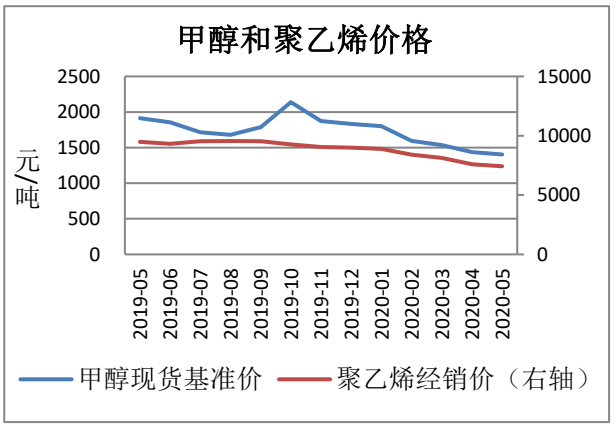
云数据

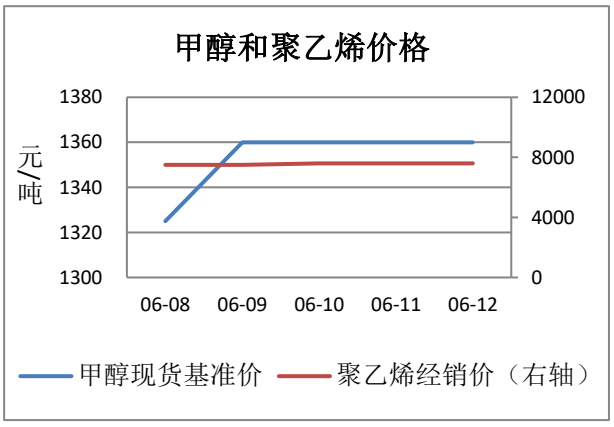




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，全国水泥价格指数均值为 147.85 点，环比上涨 1.29 点，同比下跌 2.40 点。5 月份水泥厂家受环保检查、节能减排，停窑检查维修，部分环保质量不达标企业停产整改，造成水泥产量严重下降，市场需求因各城建项目、房地产项目陆续开工而开始增长，水泥价格持续上涨。

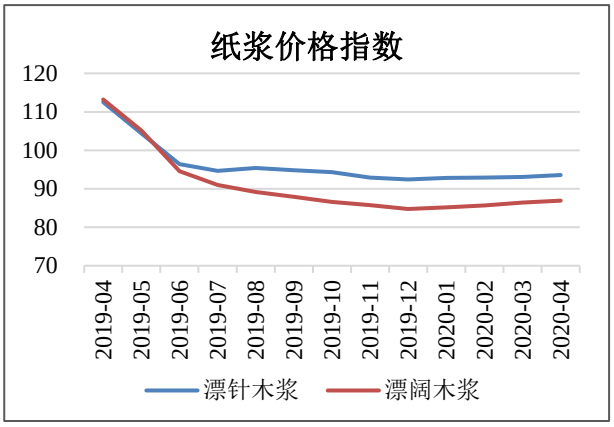
上周，受六月梅雨高温天气影响，水泥市场需求明显下滑带动水泥价格下调。截至上周五，全国水泥价格指数降至 145.39 点，降幅 2.63 点。银川 42.5 级袋装水泥价格为 361 元/吨，散装水泥价格为 347 元/吨。





解读：从上图可看出，2020 年 5 月，甲醇均价为 1,403 元/吨，环比下跌 2.37%，同比下跌 26.67%；聚乙烯均价为 7,426 元/吨，环比下跌 2.11%，同比下跌 21.77%。甲醇、聚乙烯港口到货量激增，库存累计严重，下游整体需求偏弱，价格下跌。

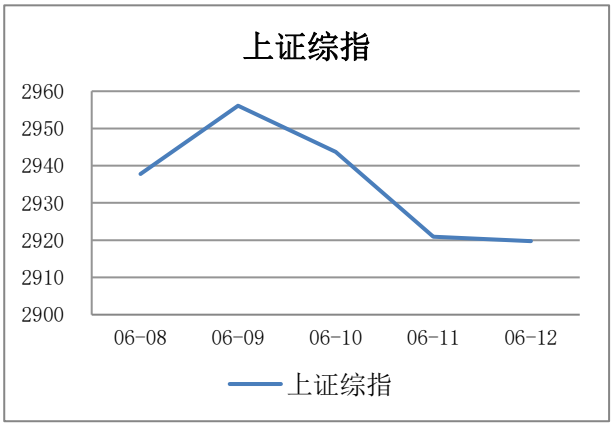
上周，局部省份运费上涨，甲醇和聚乙烯厂家成本压力大等因素支撑下。截至周五，甲醇价格上涨至 1,360 元/吨，涨幅 3.31%。聚乙烯价格上涨至 7,600 元/吨，涨幅 1.32%。（根据原材料的不同，天然气制甲醇的生产成本一般在 1300-1700 元/吨；聚乙烯的生产成本约在 8100-8400 元/吨。）



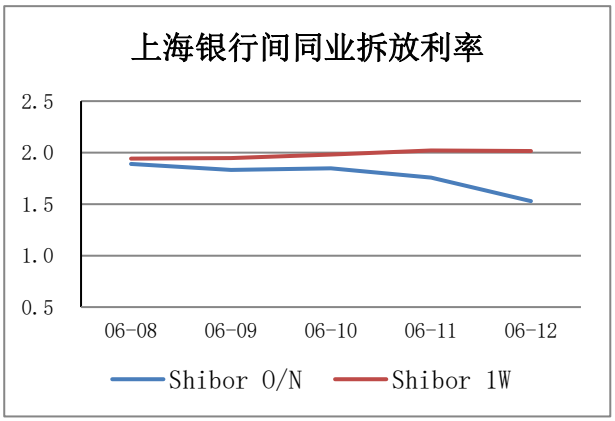
解读：从上图可看出，2019 年 4 月，纸浆价格指数继续上涨，漂针木浆和漂阔木浆分别收于 93.55 和 86.95，环比分别上涨 0.52%和 0.65%，涨幅增加。与去年同期相比，分别下降了 16.87%和 23.20%，跌幅收窄。随着疫情的影响，国际贸易受到较大限制，国外木浆进口量下降致使国内价格反弹，预计未来这种反弹趋势还将持续一段时间。

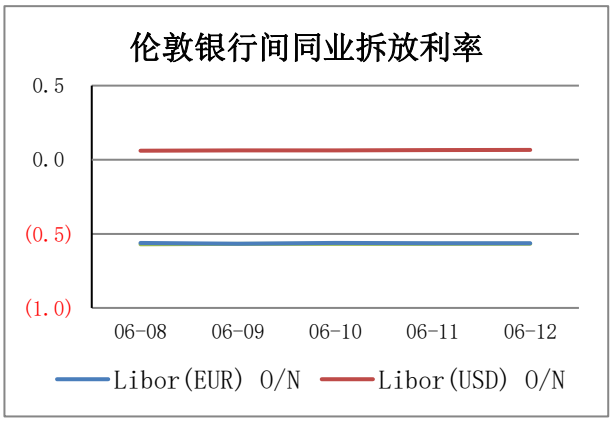
云数据

金融类

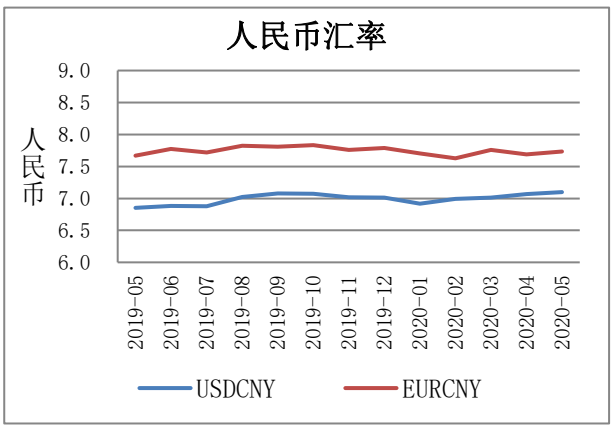


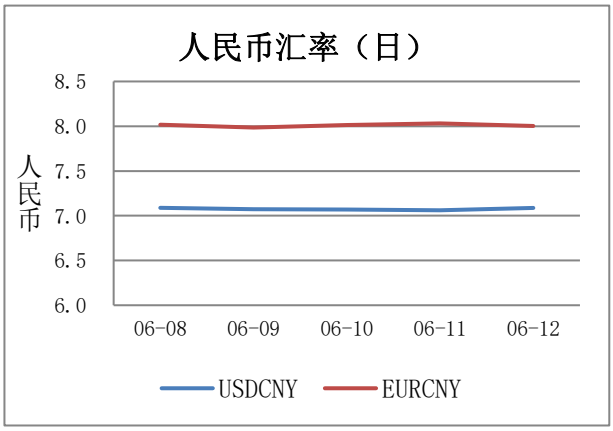
解读：上周，受北京疫情反弹影响，市场情绪转空，A 股市场经历剧烈震荡。截至上周五，上证综指报收 2919.74 点，周内振幅达 2.88%。预计疫情进展仍有可能左右市场走势，大盘或进入横盘整理状态。





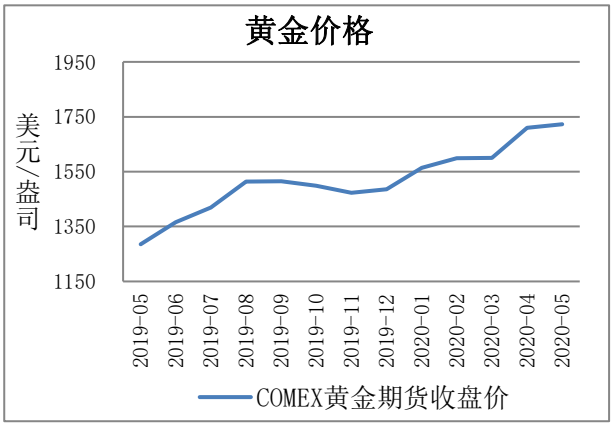
解读：上周，央行连续 5 天进行逆回购操作，向市场净投放 2000 亿元，银行间市场资金利率向下松动。截至上周五，Shibor 7 天和隔夜分别报价 1.5290%和 2.0160%。伦敦银行间市场方面，Libor(EUR)和 Libor(USD)隔夜分别围绕在-0.56%和 0.06%附近上下微幅波动，上周五分别报价-0.56429%和 0.06613% 。

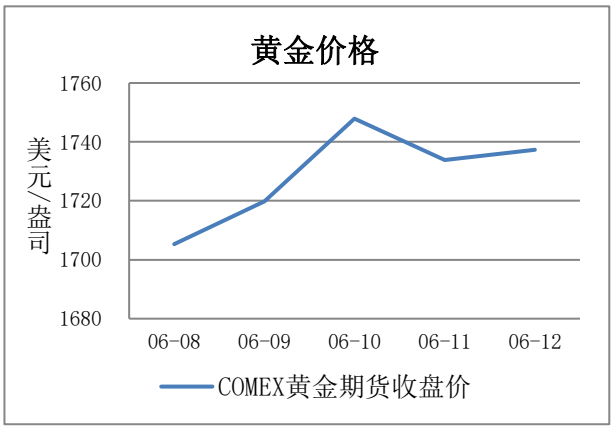




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，中美摩擦加剧引发的政治风险及美元避险属性抬升成为主导人民币贬值的重要因素。截至 2020 年 5 月底，人民币兑美元、欧元汇率分别报价 7.0986 和 7.7313，环比上升 300 个基点和 428 个基点。

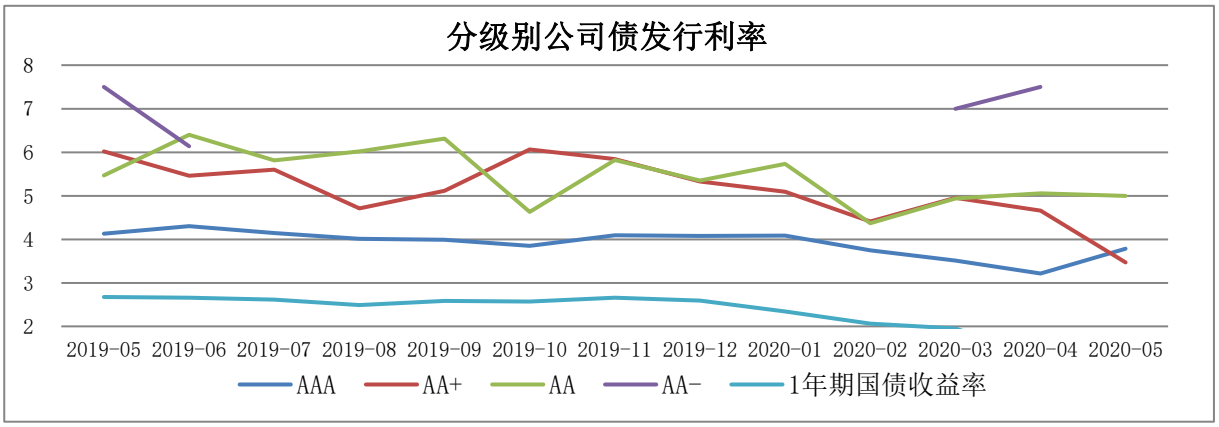
上周，美元指数弱势运行，欧元区经济信心回升，人民币兑美元、欧元汇率继续分化。截至上周五，人民币兑美元、欧元汇率中间价分别报收 7.0865、8.0036。

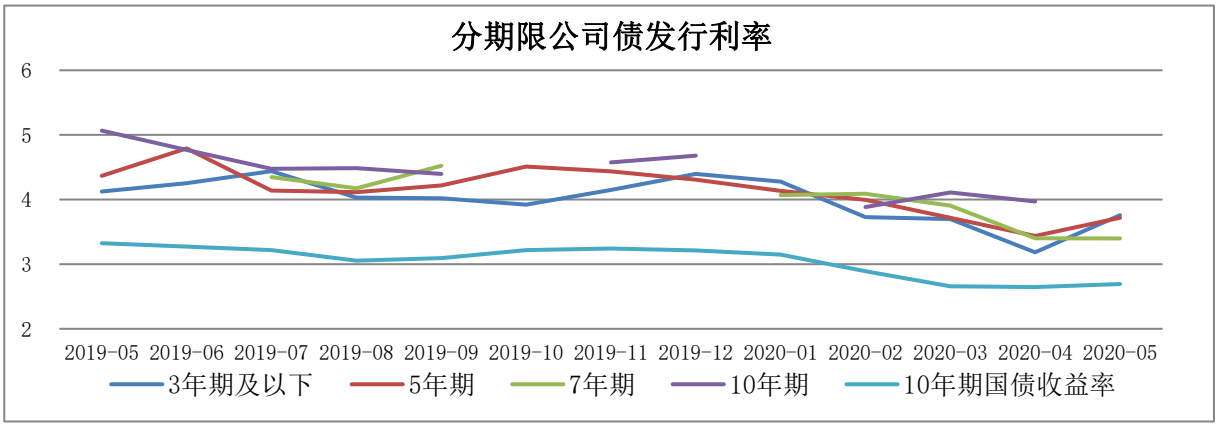




解读：从上图可看出，2020 年 5 月，国际金价继续走高，中美贸易紧张加剧、全球货币财政政策刺激力度加大等风险事件成为高金价主要推手。截至 2020 年 5 月底，COMEX 期金均价为 1722.8 点，环比上涨 13 点。

上周，美国疫情出现反复以及美联储悲观预期支撑避险买盘，令国际金价获得提振。截至上周五，COMEX 期金报收 1737.3 点，周涨 2.89%。(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。)

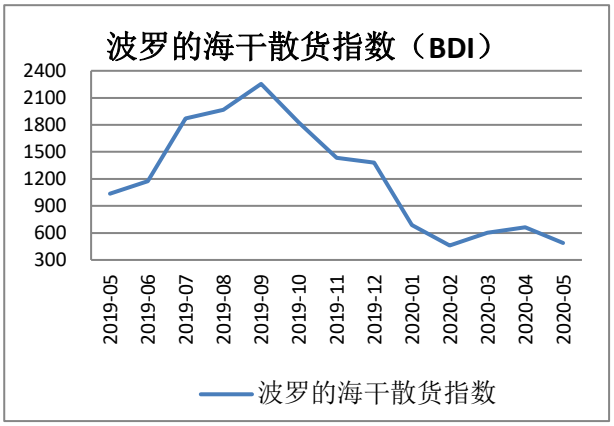


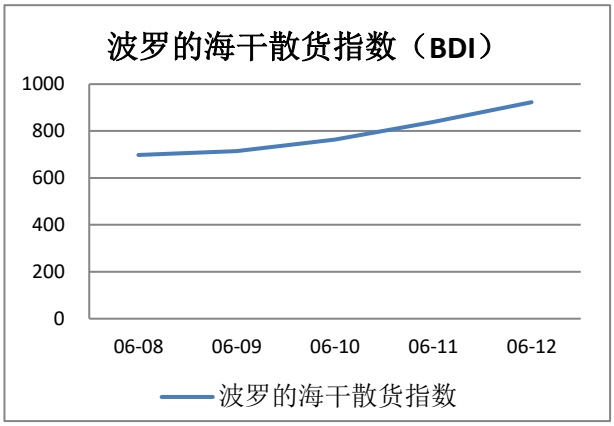


解读：从上图可看出，2020 年 5 月，交易所市场共发行 61 只公司债，环比下降 60.90%，发行规模 665.20 亿元，环比下降 63.00%。**分级别看**，2020 年 5 月 AAA 级债券发行量达 43 只，占比 70.49%，利率区间为 3.40%-7.00%；AA+级债券 13 只，占比 21.31%，利率区间为 4.19%-7.80%。低评级债券中，AA 级债券 5 只，利率区间为 4.90%-7.50%；无 AA-级债券发行。**分期限看**，3 年期及以下债券发

行 28 只，平均利率 3.7574%；5 年期债券发行 26 只，平均利率 3.7176%；7 年期债券发行 2 只，平均利率 3.3980%；无 10 年期债券发行。总体看，2020 年 5 月，因利率债发行高峰来临影响，公司债发行利率上升明显，信用债发行热度降温，债券发行数量大幅减少。

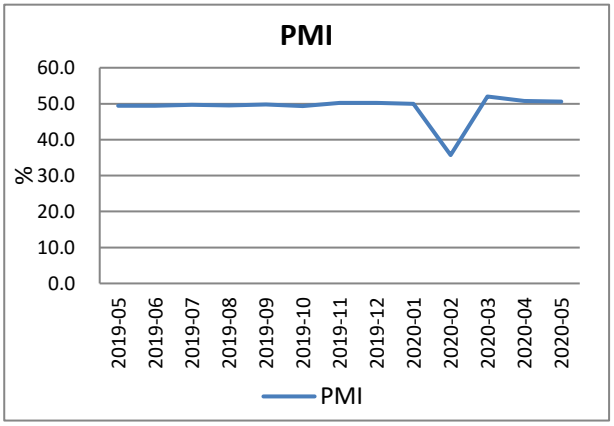
经济类

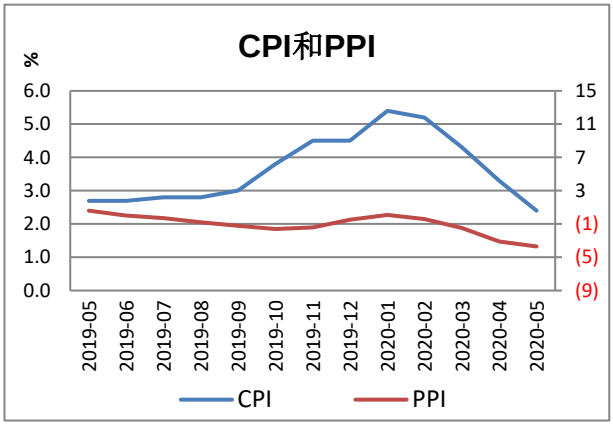




解读：波罗的海指数是目前世界上衡量海运情况的权威指数，是反映国际间贸易情况的领先指数，波罗的海干散货运价指数（BDI）主要衡量铁矿石、煤炭、水泥、化肥和谷物等资源的运输费用。从上图可看出，2020 年 5 月，波罗的海指数（BDI）开始下降，均值为 489.11 点，环比下降 26.33%，同比下降 52.77%。

上周，波罗的海干散货运价指数（BDI）持续上升，周五报 923 点，为 1 月 2 日以来高位，录得自 2009 年 2 月以来最佳周线表现，因中国铁矿石需求增加，导致海岬型船需求大幅增加。





解读：2020 年 5 月份，我国上下统筹推进疫情防控和经济社会发展，经济运行恢复势头稳中向好，制造业采购经理指数和非制造业商务活动指数均保持在临界点以上，其中制造业采购经理指数为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点。5 月份，制造业采购经理调查企业中，81.2%的企业已达正常生产水平的八成以上，制造业 PMI 虽比上月小幅回落，但继续保持在临界点以上。本月主要特点：一是制造业生产持续恢复。生产指数为 53.2%，比上月回落 0.5 个百分点，企业生产经营继续改善。在调查的 21 个行业中，食品及酒饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等 14 个制造业生产指数高于临界点；纺织服装服饰、木材加工等 7 个制造业低于临界点。二是新订单有所增长。新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，与生产指数差值有所缩小。在调查的 21 个行业中，有 12 个行业新订单指数高于上月，其中造纸印刷、化学纤维及橡胶塑料、钢铁等制造业新订单指数升至临界点以上，显示国内相关市场需求有所改善。三是价格指数出现回升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 51.6%和 48.7%，比上月回升 9.1 和 6.5 个百分点，均为近 4 个月以来高点，其中主要原材料购进价格指数升至临界点以上，企业原材料采购价格有所上涨。从行业情况看，钢铁、有色等上游行业

两个价格指数均回升明显，高于 55.0%。四是企业信心改善。制造业企业生产经营活动预期指数比上月上升 3.9 个百分点，达到 57.9%。从行业情况看，食品及酒饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等制造业生产经营活动预期指数高于 60.0%，相关企业对未来三个月行业发展趋势总体看好。五是进出口指数仍处于低位。当前全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，国外市场需求持续萎缩。本月制造业新出口订单指数和进口指数分别为 35.3%和 45.3%，虽比上月回升 1.8 和 1.4 个百分点，但均处于历史较低水平。

5 月份，国内疫情形势总体稳定，复工复产、复市复业有序推进，市场供需状况进一步好转。CPI 同比上涨 2.4%，涨幅比上月回落 0.9 个百分点。其中，食品价格上涨 10.6%，涨幅回落 4.2 个百分点，影响 CPI 上涨约 2.15 个百分点。食品中，猪肉价格上涨 81.7%，涨幅回落 15.2 个百分点；牛肉、羊肉、鸡肉和鸭肉价格上涨 4.4%-19.4%，涨幅均有所回落；鲜果、鸡蛋和鲜菜价格分别下降 19.3%、14.5%和 8.5%，降幅均有所扩大。非食品价格上涨 0.4%，涨幅与上月相同，影响 CPI 上涨约 0.29 个百分点。非食品中，教育文化和娱乐、医疗保健价格分别上涨 2.2%和 2.1%，交通和通信、居住、衣着价格分别下降 5.1%、0.5%和 0.4%。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 1.1%，涨幅与上月相同。据测算，在 5 月份 2.4%的同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为 3.2 个百分点，新涨价影响约为-0.8 个百分点。1-5 月平均 CPI 比去年同期上涨 4.1%。

5 月份，工业生产进一步恢复，市场需求有所改善。从同比看，受去年对比基数略高影响，PPI 下降 3.7%，降幅比上月扩大 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 5.1%，降幅扩大 0.6 个百分点；生活资料价格上涨 0.5%，涨幅回落 0.4 个百分点。主要行业价格降幅均有所扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降 57.6%，扩大 6.2 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降 24.4%，扩大 4.6 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降 9.2%，扩大 0.9 个百分点；煤炭开采和洗选业价格下降 8.8%，扩大 3.4 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 8.0%，扩大 0.7 个百分点。此外，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 4.4%，降幅收窄 1.6 个百分点。据测算，在 5 月份 3.7%的同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为-0.5 个百分点，新涨价影响约为-3.2 个百分点。1-5 月平均 PPI 比去年同期下降 1.7%。

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”。