一周策略：国内创新货币政策落地，海外经济复苏势头明显（2020 年第 21 期）

2020 年 06 月 07 日

观点

- **专题：欧盟抗疫复苏基金方案敲定：**5 月 28 日，欧盟委员会通过 7500 亿欧元的抗疫复苏法案，并酝酿未来 7 年总值 1.1 万亿欧元的欧盟预算及抗疫复苏基金。

- **利率债：**本周五 1 年期国债收益为 2.0801%，较上周上行 47.91BP，10 年期国债收益率 2.8475%，较上周上行 14.22BP。展望后期：6 月 1 日央行等多部委发布三份文件，其中两大新工具兼具数量调控和价格调控的特征，央行开展普惠小微企业信用贷款支持计划，具有市场化、普惠性和直达性等特点。新工具侧重于解决实体经济出现的短期特殊困难，并非长期的量化宽松，且仍注重以市场化的方式实现所购信贷资产的风险有效隔离。市场对于宽信用的预期超过宽货币的预期，因而短端利率出现较大反弹。5 月全国发行地方政府债券 13025 亿元，给中长端利率施加了调整压力，预计六月流动性方面将有所承压。随着复产复工的全面推进，预计未来经济基本面有所回暖，PMI 数据也同步显示多数行业保持复苏态势。货币政策上，预计六月继续保持宽松，但手段上更倾向于“精准滴灌”的宽信用，宏观经济企稳预期有望进一步增强，短期货币政策面临边际收紧，展望债市，预计六月利率中枢会缓慢上移，逐渐向政策利率靠拢，市场处在对新工具的观望状态，当下债市维持震荡调整的判断。

- **信用债：**总体来看，本周债市向下深幅调整。一级市场信用债总发行量、总偿还量和净融资额三大指标较上周均有一定幅度的回落。从加权发行利率的角度看，短融、中票具有小幅增长，企业债有大幅上升，公司债在连续三周增长后出现小幅度回调。二级市场本周交易量大幅下跌。本周各期限国债收益率均有所上升，各期限各类信用债的收益率也随之有不同幅度的上升。信用利差方面，除 1 年期中短期票据和 5 年期城投债外，其余各期限各类信用债的信用利差主要呈下降趋势。等级利差方面，各期限各类信用债等级利差主要呈缩小趋势。分行业看，本周工业依旧领跑，各行业债券周交易量均大幅下跌。

- **可转债：**各国执行经济复苏政策，提振市场信心。“两会”落下帷幕，A 股股市连续两周回升，拉动低评级偏股型转债上涨，转债市场有回暖迹象。本周央行开展逆回购操作，公开市场净回笼 4500 亿元。同时，6 月 1 日，央行创新直接针对实体的新货币政策工具，包括普惠小微企业信用贷款支持计划等，政策重心愈发转向“精准滴灌”。当前，国内政策进入实施调整阶段，转债市场近一月来波动较大。择券层面，“两会”中，消费板块的政策提升信号最为明显，建议持续关注食品饮料消费、新基建、科技板块的主题。

- **海外宏观：**本周经济数据方面，美国就业有超预期的恢复情况，这与美国政府采取的一系列救助措施不无关系，在解封之后许多企业实现重启，完成暂时性失业人口的重新就业，新增的非农就业人口中有一半来自餐饮业。美国统计局 6 日表示失业率统计存在错误，修正后 5 月失业率可能达到 16.3%甚至更高，也就是说实际上美国劳动力市场的情况要更为糟糕，短期内并没有走出失业泥潭；欧洲方面，欧盟多国陆续出台措施以恢复经济并放开旅行限制，德国出台第二轮经济刺激计划，总额 1300 亿欧元，为期两年，并在欧盟层面力推 7500 亿欧元复苏基金，迈出欧洲经济复苏的重要一步；英国脱欧谈判仍未能产生实质性进展，经济前景不确定性仍旧较大；欧央行资产购买计划近翻番至 1.35 万亿欧元规模，财政、货币政策“双驱动”迎来利好。

- **风险提示：**利率债：长期经济复苏超预期；中短期市场风险偏好扰动资金面；海外疫情反复，我国外需承压。信用债：疫情影响持续，关注高收益率债券投资机会和风险。可转债：关注股市波动风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

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

相关研究

1、《固收点评 20200602：回顾央行过去 12 次降准安排，预判未来降准时间窗口——“见微”系列③》2020-06-02
2、《固收点评 20200601：德国是否还希望为欧洲一体化买单？——“真知”系列 15》2020-06-02
3、《固收月报 20200601：5 月经济数据前瞻月报：经济回暖力度相对有限，需求疲软出口压力仍大》2020-06-01
4、《固收点评 20200601：5 月 PMI 点评：PMI 小幅回落，需求生产继续恢复》2020-06-01
5、《固收周报 20200531：一周策略：积极财政着力民生，宽货币向宽信用传导（2020 年第 20 期）》2020-05-31

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 专题：欧盟抗疫复苏基金方案敲定 3
2. 利率债策略分析 5
2.1. 公开市场操作以及资金流动性 5
2.2. 长短端收益率 6
2.3. 宏观数据及高频数据分析 7
2.4. 周内政策梳理及分析 8
2.5. 下周关注的因素及策略 9
3. 信用债策略分析 10
4. 可转债策略分析 11
5. 海外策略分析 12
5.1. 美国 12
5.2. 日本 13
5.3. 欧洲 13
5.4. 原油 13
5.5. 黄金 13
6. 风险提示 14

图表目录

表 1：本周公开市场操作（单位：亿元） 5

1. 专题：欧盟抗疫复苏基金方案敲定

事件：

2020 年 5 月 28 日，欧盟通过了一项 1.85 万亿欧元的新冠疫情应对计划，即建立国家财政资金池，这项计划将以前所未有的方式深化欧盟的经济联盟。这项提案由 7500 亿欧元的复苏计划与未来七年的 1.1 万亿欧元预算组成，意图让欧洲摆脱经济衰退危机，但欧盟各国之间争斗将是这项计划首先要克服的困难。7500 亿欧元的复苏计划包括欧盟 5000 亿欧元的拨款和 2500 亿欧元的贷款。欧盟委员会先借款，然后再支付给欧盟各国一共 5000 亿欧元的赠款和 2500 亿欧元的贷款。根据这项提案，意大利将获得 818 亿欧元，西班牙将获得 770 亿欧元，波兰将获得 380 亿欧元，德国将获得 288 亿欧元，希腊将获得 225 亿欧元，匈牙利将获得 81 亿欧元。同时，欧盟批准为法国应对新冠肺炎疫情提供 7100 万欧元的担保。此外，1.1 万亿欧元预算资金来源是发行联合债券，债券的最高期限为 2058 年。如果提案能够赢得成员国的支持，这将促进欧盟一体化进程发展。长期以来，财政负担分担一直是阻碍欧盟更深层次一体化的最棘手问题之一。这项提案可能减轻欧洲央行的部分压力，促进欧盟各国的团结。1.1 万亿欧元债券也起到了稳定市场的作用。

点评：

我们从欧元债券为何呼之难出、欧元债券顺利发行的影响以及欧元债券不发行的后果三个方面对此次事件进行点评。

关于欧元债券为何呼之难出，我们分析有以下几个方面的原因。（1）欧盟财政一体化悬而未决。此前，德国一向是反对欧元债券发行计划的，事实上，德国反对的不是欧元债券的发行，而是财政统一得不够，因而一再强调现在“不合时宜”。欧元区债券的发行会助长成员国开支无度，使财政盈余国家为其买单，损害欧元区的整体财政信誉。值得注意的是，虽然法国在发行欧元债券问题上与德国持不同立场，但在统一财政方面却一直与德国态度一致。但德国提出自己的财政统一思路，必然会遭致其他国家的反对，倒不如拖下去，逼迫危机国家提出来。在欧盟财政收支政策不统一不改革的情况下，欧元区国家联合发行主权债券无异于让德国补贴其他成员，因为德国财政相对稳固，发债融资成本一直是欧元区内最低的一个，如果和其他欧元区国家联合发债，就会被信用较差的成员拖累，导致德国融资成本上升。可以预见的是，如果本次购债计划实际上提升了德国融资成本，德国将不愿轻易妥协。（2）各国预算吃紧，“节约四国”提倡以贷款代替赠款。除了财政一体化迟迟没有推进外，如果坚持发行欧元债券，无疑是将危机国家的债务负担转嫁给了其他国家，让其他国家承担了本不应该承担的债务，这也是处于衰退危机中的部分国家对此次欧元债券发行计划持有疑虑甚至坚持反对的理由。5 月 23 日，欧盟成员国奥地利、瑞典、丹麦和荷兰表示，反对法国和德国提出的 5000 亿欧元(5450 亿美元)欧盟复苏基金计划，转而呼吁以贷款为基础的方式。这四个国家提议建立

一个基于“贷款换贷款”方式的紧急复苏基金，并强调该基金是“临时性的，一次性的，并有明确的两年到期条款”，“不导致任何债务共同化”。与此同时，欧盟成员国将在2020 年遭遇前所未有的经济收缩，2021 年只会出现部分复苏。无论是欧盟从何种渠道筹措的额外资金，都将使各国预算吃紧，大额支出对各国国内而言会是一种负担。（3）新冠倒逼德法倡议欧元债券发行。5 月 18 日，德国总理默克尔和法国总统马克龙支持欧盟成立规模 5000 亿欧元（5430 亿美元）的复苏基金。此次德国改变之前一贯秉持的反对欧元债券发行的态度，主要是考虑到意大利等国疫情和债务情况也不乐观，万一真的因援救不力及不及时后续造成债务危机，拖累欧元区。另一方面，此次疫情其实是疫情引致的外生冲击，属于情况特殊，可个案处理。以后不一定会形成长期依赖的惯例，对德国等国内众亦好有交待。因此，为了应对新冠疫情和由此导致的欧洲经济危机，统一发行欧元债券是一个极大利好的措施。欧元债券的发行，能够解决危机国家的融资难问题，这对解危机国家燃眉之急和遏制危机进一步蔓延都有积极作用。

关于欧元债务顺利发行的影响，我们从以下几个方面进行分析。（1）欧元债券的顺利发行可以保护危机国家公共财政，解决融资难问题。欧盟抗疫复苏基金方案的本质就是欧盟必须抱团应对目前由新冠疫情带来的经济衰退危机，将欧盟视作一个整体来应对目前受疫情影响严重的国家的公共财政和融资困难问题。实际上也就是将法国、德国等欧盟区经济运行良好国家的信用部分让渡给危机国家，以达到从根源上解决问题的目的。（2）可以有效遏制新一轮欧债危机出现。鉴于 Covid-19 疫情局势的严重性，欧洲需要大规模的国家援助来帮助应对疫情产生的冲击，采取共同的全面应对行动，用于补充欧洲央行的购债计划，并提高在财政纪律上以及欧盟提供国家援助方面的灵活性。欧元区大概率成功发行欧盟债券，是因为所有的国家都面临了来自外部的冲击，任何国家都不应对此承担责任。欧元债券应当足够强大、并且具有足够的期限才能有效，通过此次欧洲债券发行收集的资金将专门用于所有成员国的融资，对卫生系统和临时政策进行必要投资，以保护欧洲经济和社会模式，避免出现新一轮的欧债危机。（3）促进欧盟财政一体化。欧盟不是一个主权国家，没有一个凌驾于各个成员国的“欧元区财政部”。德国为欧元债券开出的首要条件就是，欧元区必须建立财政联盟。但实际上，在危机临头之际，民众更倾向于寻求本国的庇护。同时，欧元债券难产体现的是欧元区内部发展不平衡的矛盾。目前来看，包括法国、意大利、希腊等主张尽快发行欧元债券的国家的共同特点在于，经济增长迟滞或衰退，经常项目赤字，偿债能力弱。可以预见的是，一旦欧元债券发行成功，欧盟各国纷纷执行相应的购债计划，欧元债券将会促进欧洲一体化进程，首当其冲的就是欧元区的财政一体化。（4）欧盟抗疫复苏基金将有助于恢复欧盟单一市场内的公平竞争环境。德国等财力雄厚的国家向本国企业提供大量补贴，而意大利等国的购买力却不及德国，这扭曲了欧盟单一市场的公平竞争环境。该提案还包括改革欧洲经济的雄心勃勃的计划，包括更严格的 2030 年减排目标，以及更宽松的国家援助规则，以帮助创建更大、更环保的公司。（5）从 2019 年开始的欧洲乃至全球的经济衰退，导致全球安全资产种类不断变更，安全资产需求量不断增加，新冠疫情的爆发也加剧了安全资产的不足程度。欧元债券的发行

和购买，在一定程度上可以缓解当下全球经济衰退过程中安全资产的稀缺程度，可以预料的是，即将发行的欧元债券将成为欧元区的一种指标性安全资产。

德国退出欧元债券的发行会引起严重的市场动荡和连锁反应，主要有以下几个方面的原因：（1）面对不断蔓延的疫情，欧盟财政政策处于两难，经济受到严重冲击亟需财政刺激计划，但这无疑会加剧原本就高企的债务系统性风险。若欧元区经济衰退爆发，这些庞大的债务将无法偿还，意大利面临着主权违约的风险。值得注意的是，法国、瑞典、西班牙、荷兰等国在意大利持有大量债务，一旦意大利发生债务违约，这些国家都会受到严重伤害。意大利可能成为欧元区经济崩溃的第一块多米诺骨牌。（2）疫情的冲击，是对欧洲一体化的再度考验。在全球经贸陷入低迷、贫富分化加剧的背景下，欧洲各国经济政治问题将更加复杂化、矛盾或更加激化，欧盟或面临解体风险。（3）危机国家或面临主权债务违约或国家破产，2020 年和 2021 年是欧洲主权债务偿还的高峰期，2020 年 5 月-12 月累计到期 1.78 万亿美元、2021 年累计到期 1.82 万亿美元，合计占总未偿还规模的 22%。其中，2020 年 7 月到期规模最高，达 5489 亿美元，占全年的 30.8%。

此次欧盟抗疫复苏基金如果能够顺利执行，新出现的欧元债券会促进欧盟财政一体化，减少欧元区的政策套利空间，加强欧元区统一货币和货币政策的有效性，从而巩固欧元作为可替代货币的地位，对美元产生挤出效应。但如果欧盟抗议复苏基金未能顺利执行，美元将在中期内继续维持它的货币霸主地位，去美元化仍将毫无进展，而欧元会由于欧盟成员国间的分歧在国际货币市场上呈中期看空的形势，欧盟解体将不再遥不可及。

2. 利率债策略分析

2.1. 公开市场操作以及资金流动性

表 1：本周公开市场操作（单位：亿元）

	逆回购				逆回购到期				MLF	MLF 到期	TMLF	TMLF 到期	降准置换	净投放
	7D	14D	28D	63D	7D	14D	28D	63D	1Y	1Y	1Y	1Y		
6/1/2020														0
6/2/2020					100									-100
6/3/2020					1200									-1200
6/4/2020	700				2400									-1700
6/5/2020	1500				3000									-1500
合计	2200	0	0	0	6700	0	0	0	0	0	0	0	0	-4500

数据来源：Wind，东吴证券研究所

本周（6.01-6.07）央行公开市场净回笼 4500 亿元，周四进行 700 亿逆回购操作，周

请务必阅读正文之后的免责声明部分

五进行 1500 亿逆回购操作；周二有 100 亿元逆回购到期，周三有 1200 亿逆回购到期，周四有 2400 亿逆回购到期，周五有 3000 亿逆回购到期。下周（6.08-6.14）央行公开市场有 2200 亿逆回购到期，本周六（6.06）有 5000 亿元 MLF 到期，由于适逢周末将顺延到下周一（6.08）到期。

从资金面来看，本周 Shibor 隔夜、DR001、R001 均值较上周有所下跌。收益率方面，短端和长端有所回落。本周五 1 年期国债收益为 2.0801%，较上周上行 47.91BP，10 年期国债收益率 2.8475%，较上周上行 14.22BP。展望后期：6 月 1 日央行等多部委发布三份文件，主要内容包括：第一，延长还本付息政策，设立贷款延期支持工具，用 400 亿再贷款撬动 3.7 万亿本金；第二，提高信用贷款比重，设立信用贷款支持计划，用 4000 亿元再贷款撬动 1 万亿信用贷款；第三，银行贷款不出表，央行不承担信用风险；第四，普惠小微贷款增量降价；第五，支持大企业发债融资，引导信贷资源从大企业转向小微企业，从地产平台转向实体经济。两大新工具兼具数量调控和价格调控的特征，央行开展普惠小微企业信用贷款支持计划，与之前的再贷款再贴现等直达实体经济的货币政策工具相比，具有更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点。新工具侧重于解决实体经济出现的短期特殊困难，并非长期的量化宽松，且仍注重以市场化的方式实现所购信贷资产的风险有效隔离。市场对于宽信用的预期远远超过宽货币的预期，因而短端利率出现较大反弹。同时，5 月全国发行地方政府债券 13025 亿元，给中长端利率施加了调整压力，预计六月流动性方面将有所承压。随着复产复工的全面推进，预计未来经济基本面有所回暖，PMI 数据也同步显示多数行业保持复苏态势。

货币政策方面，预计六月继续保持宽松，但手段上更倾向于“精准滴灌”的宽信用，宏观经济企稳预期有望进一步增强，短期货币政策面临边际收紧，展望债市，预计六月利率中枢会缓慢上移，逐渐向政策利率靠拢，市场处在对新工具的观望状态，当下债市维持震荡调整的判断。

2.2. 长短端收益率

收益率方面，短端和长端继续上行。本周五 1 年期国债收益为 2.0801%，较上周上行 47.91BP，10 年期国债收益率 2.8475%，较上周上行 14.22BP。展望后期：6 月 1 日央行等多部委发布三份文件，主要内容包括：第一，延长还本付息政策，设立贷款延期支持工具，用 400 亿再贷款撬动 3.7 万亿本金；第二，提高信用贷款比重，设立信用贷款支持计划，用 4000 亿元再贷款撬动 1 万亿信用贷款；第三，银行贷款不出表，央行不承担信用风险；第四，普惠小微贷款增量降价；第五，支持大企业发债融资，引导信贷资源从大企业转向小微企业，从地产平台转向实体经济。两大新工具兼具数量调控和价格调控的特征，央行开展普惠小微企业信用贷款支持计划，具有市场化、普惠性和直达性等特点。新工具侧重于解决实体经济出现的短期特殊困难，并非长期的量化宽松，且仍注重以市场化的方式实现所购信贷资产的风险有效隔离。市场对于宽信用的预期超过宽货币的预期，因而短端利率出现较大反弹。5 月全国发行地方政府债券 13025 亿元，

给中长端利率施加了调整压力，预计六月流动性方面将有所承压。随着复产复工的全面推进，预计未来经济基本面有所回暖，PMI 数据也同步显示多数行业保持复苏态势。货币政策上，预计六月继续保持宽松，但手段上更倾向于“精准滴灌”的宽信用，宏观经济企稳预期有望进一步增强，短期货币政策面临边际收紧，展望债市，预计六月利率中枢会缓慢上移，逐渐向政策利率靠拢，市场处在对新工具的观望状态，当下债市维持震荡调整的判断。

2.3. 宏观数据及高频数据分析

宏观数据方面：2020 年 5 月 31 日，统计局公布中国 2020 年 5 月份官方制造业 PMI 相关数据：5 月官方制造业 PMI 收于 50.6%，前值 50.8%，较前值回落 0.2 个百分点；5 月官方非制造业 PMI 收于 53.6%，前值 53.2%，较前值回升 0.4 个百分点。制造业生产活动持续恢复，多数行业保持复苏。5 月生产指数收于 53.2%，较上月回落 0.5 个百分点，但生产仍保持较强的复苏态势。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。根据工信部数据，截至 5 月 18 日，全国中小企业的复工率达到 91%，整体接近 100%。需求持续改善，外需修复仍面临压力。5 月新订单指数收于 50.9%，较前值回升 0.7 个百分点，低于生产指数 53.2%。进口指数收于 45.3%，较前值回升 1.4 个百分点，新出口订单指数收于 35.3%，较前值回升 1.8 个百分点。新订单指数连续 3 个月保持在荣枯线上，需求持续改善。进口指数与新出口订单指数尽管小幅回升，但仍位于荣枯线下，处于历史较低水平，尽管外需呈现了积极变化，但未来仍存在较大不确定性。库存压力有所好转，价格端仍有一定压力。5 月产成品库存指数收于 47.3%，较前值回落 2.0 个百分点，原材料库存指数收于 47.3%，较前值回落 0.9 个百分点，制造业主要原材料库存量减少。目前需求恢复力度不及生产，新订单指数仍低于生产指数，但库存已呈现去化特征。工业品出厂价格指数收于 48.7%，较前值回升 6.5 个百分点，原材料购进价格指数收于 51.6%，较前值回升 9.1 个百分点。5 月 PPI 依旧面临下行压力，工业品价格端仍然承压。随着全国范围经济活动恢复，复产复工加快推进，企业的生产经营持续改善，需求进一步恢复，制造业连续 3 个月保持复苏态势，但海外疫情防控的压力限制了需求的恢复力度。5 月欧美疫情反复，局部地区有所反弹，经济重启进度不及预期，外需进一步承压，预计 6 月欧美经济继续恢复，届时外需可能会边际好转。国内随着逆周期政策的加码，基建投资的回升，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

高频数据：上周商品房整体表现有所回升，汽车表现有所回升，煤炭价格有所回升。上周商品房成交面积有所回升，截至 5 月 31 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 433.07 万平方米，较上周增加 53.15 万平方米。国内乘用车市场零售同比增速有所上升。截至 5 月 31 日，市场日均零售 10.01 万台，同比增速为 9.00%，较前值有所上涨。本周主要钢材价格均有所上涨，Myspic 指数有所上涨。本周较上周焦煤价格有所上行，动力煤价格有所回落，6 大发电集团日均耗煤量较上周回落。截至 6 月 4 日，有色金属各品种价

格均有所上涨。分品种来看，相比上周，锌价回升 1.70%，铅价回升 3.76%，铜价回升 2.27%，铝价回升 1.56%。

2.4. 周内政策梳理及分析

本周的重要政策主要关注以下几个方面：第一、中共中央、国务院发布《海南自由贸易港建设总体方案》。第二、央行、银保监会、财政部、发改委、工信部发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》。第三、国家发展改革委发布《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》。第四、证监会发布《股转系统挂牌公司转板上市指导意见》。

1、6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，旨在深入贯彻习近平总书记在庆祝海南建省办经济特区 30 周年大会上的重要讲话精神，落实《中共中央、国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》要求，加快建设高水平的中国特色自由贸易港，制定本方案。其总体要求包括：将海南自由贸易港打造成为引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户；借鉴国际经验、体现中国特色、突出改革创新、坚持底线思维；到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；以贸易投资自由化便利化为重点，以各类生产要素跨境自由有序安全便捷流动和现代产业体系为支撑，以特殊的税收制度安排、高效的社会治理体系和完备的法治体系为保障，在明确分工和机制措施、守住不发生系统性风险底线的前提下，构建海南自由贸易港政策制度体系。在海南建设自由贸易港，是推进高水平开放，建立开放型经济新体制的根本要求；是深化市场化改革，打造法治化、国际化、便利化营商环境的迫切需要；是贯彻新发展理念，推动高质量发展，建设现代化经济体系的战略选择；是支持经济全球化，构建人类命运共同体的实际行动。

2. 6 月 1 日，央行、银保监会、财政部、发改委、工信部发布《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》（下称《通知》），对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微贷款，按照“应延尽延”要求，实施阶段性延期还本付息。对于 2020 年年底前到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）等有特殊困难企业的贷款，可由企业与银行业金融机构自主协商延期还本付息。旨在贯彻落实党中央、国务院关于统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的决策部署，强化稳企业保就业支持政策，缓解企业尤其是中小微企业年内还本付息资金压力，按照市场化、法治化原则，进一步对符合条件的贷款实施阶段性延期还本付息。《通知》主要要点包括：（1）对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微贷款（包括单户授信 1000 万元及以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，下同），按照“应延尽延”要求，实施阶段性延期还本付息。对于 2020 年年底前到期的其他中小微企业贷款和大型国际产业链企业（外贸企业）等有特殊困难企业的贷款，可由企业与银行业金融机构自主协商延期还本付息。（2）对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间到期的普惠小微贷款本金，银行业金融机构应根据企业延期还本申请，结合企业受

疫情影响情况和经营状况，通过贷款展期、续贷等方式，给予企业一定期限的延期还本安排。还本日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日。上述贷款涉及担保的，银行业金融机构应与企业、担保人等协商处理，根据商业原则保持有效担保安排或提供替代安排。对于 2020 年 6 月 1 日至 12 月 31 日普惠小微贷款应付利息，银行业金融机构应根据企业延期付息申请，结合企业受疫情影响情况和经营状况，给予企业一定期限的延期付息安排。贷款付息日期最长可延至 2021 年 3 月 31 日，免收罚息。延期利息的具体偿还计划，由银行业金融机构与企业双方自主协商、合理确定。（3）充分调动地方法人银行积极性，人民银行会同财政部通过特殊目的工具，对地方法人银行给予其办理的延期还本普惠小微贷款本金的 1%作为激励。在规定期限内，同一笔贷款多次延期还本的，只在首次延期时享受激励措施。（4）“应延尽延”，提升政策覆盖面。对于普惠小微贷款，只要企业提出延期还本付息申请，根据商业原则保持有效担保安排或提供替代安排，且承诺保持就业岗位基本稳定，银行业金融机构就应当予以办理，并合理安排还本付息时间，避免集中到期。

3. 6 月 3 日，国家发展改革委发布《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，旨在加快推进县城城镇化补短板强弱项工作，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力，促进公共服务设施提标扩面、环境卫生设施提级扩能、市政公用设施提挡升级、产业培育设施提质增效，适应农民日益增加的到县城就业安家需求，扩大有效投资、释放消费潜力、拓展市场纵深，为坚定实施扩大内需战略和新型城镇化战略提供重要支撑。主要内容包括：重点投向县城新型城镇化建设、兼顾县级市城区及大镇；要瞄准市场需要政府支持引导的公共领域；以“缺什么补什么”，因地制宜研究确定本地项目范畴；综合考虑资金保障情况、财务平衡及收益状况，有步骤地滚动谋划固定资产投资项目；各地政府加大财政资金支持、吸引社会资本投入、加强建设用地支撑提供要素保障。

4. 6 月 3 日，证监会发布《股转系统挂牌公司转板上市指导意见》，旨在认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，加强多层次资本市场的有机联系，更好发挥各市场的功能，拓宽上市渠道，激发市场活力，为不同发展阶段的企业提供差异化、便利化服务。《意见》主要内容有：以市场导向、统筹兼顾、试点先行、防控风险为基本原则；以规定转入板块范围、转板上市条件、转板上市程序、转板上市保荐、股份限售安排为制度安排；以严格转板上市审核、明确转板上市衔接、压实中介机构责任、加强交易所审核工作监督、强化责任追究为监管安排。建立转板上市机制是落实党中央、国务院决策部署的重要举措，有助于丰富挂牌公司上市路径，打通中小企业成长壮大的上升通道，加强多层次资本市场的有机联系，增强金融服务实体经济能力。

2.5. 下周关注的因素及策略

下周主要关注的事件有以下三点：第一、山东省政府办公厅印发《关于抓好保居民就业、保基本民生、保市场主体工作的十条措施的通知》。措施提出，加大免税力度。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在全面落实国家减税降费政策基础上，在地方权限内，从 6 月 6 日至 2020 年 12 月 31 日，对个体工商户和小微企业免除一切税费。对承租国有资产类经营性房产的个体工商户和小微企业，在落实已经出台的减免或减半征收房租的优惠政策基础上，再将减半征收房租期限延长至 2020 年 12 月 31 日。第二、人社部召开扩大失业保险保障范围工作电视电话会议，指出要将失业保险的保障范围扩大到所有参保人员，落实延长大龄失业人员领金期限、失业补助金、临时生活补助政策。要落实中央“放管服”要求，放宽申领限制，畅通申领渠道，让参保失业人员及时得到生活保障。要精准实施好扩围政策，确保符合条件的失业人员应发尽发、应保尽保。要提高政治站位，加强组织保障，强化宣传引导，全力以赴做好扩大失业保险保障范围工作。第三、下周央行公开市场将有 2200 亿元逆回购到期，分别为 6 月 11 日到期 700 亿元，6 月 12 日到期 1500 亿元，6 月 6 日另有 5000 亿元 MLF 到期，该批 MLF 将顺延至 6 月 8 日。据此统计，下周央行公开市场将有 7200 亿元到期资金。

3. 信用债策略分析

本周（6 月 1 日-6 月 7 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 161 支，总发行量 1,356.55 亿元，较上周减少了 1,065.95 亿元，总偿还量 948.91 亿元，较上周减少了 285.31 亿元，净融资额 407.64 亿元，较上周减少了 780.64 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融和中票的发行利率较上周均有小幅上升，企业债的发行利率较上周有大幅度上升，公司债的发行利率较上周有小幅度下降。短融的发行利率的上升幅度为 44.03BP，中票的发行利率的上升幅度为 31.39BP，企业债的发行利率的上升幅度为 316.86BP，公司债的发行利率的下降幅度为 52.90BP。

银行间和交易所信用债合计成交 989.83 亿元，总成交量较上周 4,287.41 亿元减少了 3,297.58 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 320.94 亿元、549.25 亿元、100.74 亿元、18.90 亿元。

国债收益率：本周各个期限的国债到期收益率均呈上升趋势。具体来看，截至 6 月 5 日，1 年期国债收益率为 2.0801%，较上周 1.6010%上升 47.91BP。3 年期国债收益率为 2.3856%，较上周 1.8938%上升了 25.70BP。5 年期国债收益率为 2.5258%，较上周 2.2241%上升了 30.17BP。7 年期国债收益率为 2.9000%，较上周 2.6371%上升了 26.29BP。10 年期国债收益率为 2.8475%，较上周 2.7053%上升了 14.22BP。

本周各期限的各类信用债收益率均呈上升趋势；除 1 年期中短期票据和 5 年期城投债外，其余各期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势；各期限的各类信用债的等级利差均呈缩小或不变趋势。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券和中期票据的周交易量均远高于企业债

和公司债；本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据和公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券和中期票据和公司债，企业债的周交易量高于 AAA 主体级别的企业债。AA 主体级别中期票据和企业债交易量相对较大。

本周工业行业债券周交易量最大，达 422.89 亿元。其次为公用事业和能源、材料、金融和房地产，周交易量分别为 146.70 亿元、111.16 亿元、83.67 亿元、82.85 亿元和 71.74 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

一级市场信用债发行支数及总发行量、总偿还量和净融资额三大指标较上周均有一定幅度的回落。从加权发行利率的角度看，短融、中票具有小幅增长，企业债有大幅上升，公司债在连续三周增长后出现小幅度回调。

二级市场本周交易量大幅下跌。本周各期限国债收益率均有所上升，各期限各类信用债的收益率也随之有不同幅度的上升。信用利差方面，除 1 年期中短期票据和 5 年期城投债外，其余各期限各类信用债的信用利差主要呈下降趋势，其中，中长期信用利差下降明显。等级利差方面，各期限各类信用债等级利差主要呈缩小趋势。

分行业看，本周各行业债券交易量均大幅下跌。工业依旧领跑，但周成交量跌破 1000 亿元，材料、金融、房地产和可选消费周成交量更是跌破 100 亿元。总体来看，本周债市陷入向下深幅调整，主要原因有：（1）市场宽松的预期随着隔夜资金利率中枢上行，逆回购利率持平落空；6 月 1 日，央行宣布新创设两个直达实体经济的货币政策工具，通过 SPV 向银行提供资金用于普惠小微企业信用贷款和延期贷款，绕过宽货币直接宽信用，市场解读为利空消息，出现大量抛售，债券价格出现暴跌。（2）经济数据公布，5 月 PMI 出现小幅回落，但仍在荣枯线上。PMI 连续三个月在荣枯线上，表明疫情后随着复工复产的逐步推进，国内经济恢复态势良好。（3）5 月国债及地方债的供给达到了 1.5 万亿，债市供给端压力大。

4. 可转债策略分析

本周可转债一级市场有七支可转债发行，总发行量为 60.13 亿元，较上周增加 4.22 亿元；1 支可转债偿还，总偿还量 0 亿元，较上周减少 0.32 亿元；净融资额 60.13 亿元，较上周增加 4.54 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 13 家公司可转债有新进展，其中 4 家公司通过了董事会预案，3 家公司通过了股东大会；4 家公司通过了发审委；2 家公司通过了证监会核准，分别为北新路桥、大胜达，行业分别属于基础建设、包装印刷Ⅱ，涉及发行规模分别为 1.08 亿元、5.5 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场大幅回升，指数走势上升，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 2.75%、3.47%、3.82%、4.83%，债转股指数上升 2.70%；

本周可转债指数上升，上证转债、深证转债、中证转债指数本周涨幅分别为 0.55%、0.11%、0.41%。

从申万行业指数的角度来看，本周各行业大部分上涨。涨幅最大的五个行业分别为电子、汽车、传媒、非银金融、纺织服装，上涨幅度分别为 8.80%、5.99%、5.19%、4.53%、4.38%；跌幅的行业分别为农林牧渔、建筑材料、钢铁，下跌幅度分别为 0.12%、0.33%、0.43%。

可转债存续债券中，银行业存量可转债余额最多，高达 1,485.43 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、电气设备、医药生物。从申万行业指数可知，本周化工表现较好，电气设备、医药生物表现稍好，整体均呈涨幅趋势。

从个券涨跌幅可以看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差，本周延续上周低级别可转债变动幅度较大的特点；与股指表现类似，化工、医药生物本周表现尚可。从可转债正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。按可转债活跃度统计可知，本周市场最活跃的前五支可转债分别为国轩转债、振德转债、晶瑞转债、特发转债、广电转债。

新冠疫情目前在全球范围内有所改善，各国相继开始执行复工复产等经济复苏政策，有效提振了市场信心。5 月 28 日，全国“两会”落下帷幕，A 股股市连续两周回升，拉动低评级偏股型转债上涨，转债市场有回暖迹象。本周央行开展逆回购续作，公开市场净回笼 4500 亿元。同时，6 月 1 日，央行创新直接针对实体的新货币政策工具，包括普惠小微企业信用贷款支持计划等，政策中心愈发转向“精准滴灌”。当前可转债整体估值水平，偏股型转债估值水平普遍较高。当前，国内政策进入实施调整阶段，转债市场近一月来波动较大。

关于投资策略：“两会”中，消费板块的政策提升信号最为明显，有利于拉动市场，保障民生。建议持续关注食品饮料消费、新基建、科技板块的主题。新基建包括 5G 为代表的领域，代表标的有烽火转债、博威转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者的风险承受能力要求较高。投资者参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

5. 海外策略分析

5.1. 美国

上周美国各经济数据转暖，或表明美国经济衰退最严重时期已经过去，整体来看避险情绪进一步有所降温，考虑到美联储释放“收益率曲线控制（YCC）”前瞻指引等讯

号，短期来看美债长端收益率或维持震荡回升格局；美元在维持小幅震荡持平的 4 月行情后，边际方向感仍较模糊，短期来看或仍存一定回落空间；美股在美联储的鸽派态度以及相关救助计划的持续支撑下，短期来看或仍存一定上行空间；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳；美元方面受避险情绪和利差缩窄双因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势；美股面临 ERP 走扩及盈利预期走低的双重压力，中长期回落行情或难以避免。

5.2. 日本

短期来看，受日本政府宣布多地区解除紧急状态，日本疫情进入“打地鼠”状态，以及财政刺激加码等方面影响，日元或伴随美元走弱而短期出现升值压力；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

5.3. 欧洲

短期来看，疫情防控方面欧美疫情对称性风险敞口，由于先发先控欧洲方面风险敞口边际收窄；另外，欧洲财政一体化伴随德国倒戈迈出坚实一步，欧央行资产购买计划近翻番至 1.35 万亿欧元规模，财政、货币政策“双驱动”迎来利好，欧元短期内或进一步保持一定程度的韧性；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

5.4. 原油

短期来看，疫情仍在全球范围传播，不过对发达经济体的影响减弱，短期内 OPEC+按约定持续执行减产协议的可能性较高，美国的原油产量和库存也出现意外下滑，尽管全球范围产量下降不及总需求受损，但美国就业数据向好也给实体经济复苏提供信心，进一步对油价形成支撑，利好短期油价；但是长期来看，沙特等国表示 6 月后不再进行额外自愿减产，疫情进一步缓解后市场需求预计将有所回升，但是美国的原油库存依然处于相对高位，全年全球原油总供给下降不足以弥补总需求的减少，并且随着各主要经济体重启经济，可能存在“二次感染”风险，同时 2020 年美国大选将增加全球的地缘政治风险，存在出现多次外部冲击的可能性，供给端和需求端的不确定性将不断上升，鉴于油价已经得到一定修正，出现大幅上涨的可能性不大。

5.5. 黄金

短期来看，疫情对主要经济体负面影响边际减弱，市场情绪有所稳定，美国就业数据大幅好于预期给市场提供信心，虽然经济基本面短期难以全面恢复，但主要经济体金融系统尚未出现明显问题，各主要经济体央行均传达进一步宽松的立场，金价预计小幅

承压下行；长期来看，全球经济依然处于下行阶段，全球货币宽松环境长期有望延续，受疫情冲击导致主要经济体财政赤字上升的负面影响可能在未来逐渐出现，地缘政治的风险或在 2020 年继续延续，同时 2020 年美国大选增加了政治上的不确定性和中美关系进一步恶化的可能，金价未来仍有继续走高空间。

6. 风险提示

利率债：长期经济复苏超预期；中短期市场风险偏好扰动资金面；海外疫情反复，我国外需承压。信用债：疫情影响持续，关注高收益率债券投资机会和风险。可转债：关注股市波动风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn