

证券研究报告—动态报告/策略快评

一周观点回顾

总量之声（宏观策略固收观点回顾）

2019 年 06 月 03 日

等待形势明朗

证券分析师：燕翔

010-88005325

yanxiang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080002

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001

宏观经济

■ 双轮驱动（增长+通胀）周盘点：本周宏观扩散总指数继续回升，菜价带动食品价格止涨回落（20190527）

增长方面，截止 2019 年 5 月 24 日，国信高频宏观扩散指数 B 为 2，指数 A 录得 907，较上周继续回升。通胀方面，上周（05.18-05.24）食品价格止涨回落，非食品价格小幅回落。

策略研究

■ 策略周报：等待明朗（20190527）

5 月份以来，陆续公布的金融、经济数据大多表现一般，虽然其中存有一定程度的季节性因素影响，但整体来看，当前经济的企稳复苏确实并没有那么一帆风顺。此外 5 月份以来中美贸易摩擦再起风波，短期内成为了拨动市场琴弦的最主要因素，在当前经济形势和外部环境不确定性增加的背景下，权益类资产出现了较大程度的回调，避险资产因风险偏好的回落表现相对强势。短期来看，贸易摩擦的后续演化无疑仍将对市场产生重大影响，市场仍需等待未来形势的明朗化。

■ 海外股市一周回顾：摩擦未见缓和，全球股市持续低迷（20190528）

总体来看，上周发达市场和新兴市场主要股指下跌态势仍未有改善。自 5 月初中美双方互相提高关税到华为被列入“实体清单”以来，两国之间的贸易摩擦并无好转迹象，反之近日谷歌、ARM 等企业陆续暂停与华为的业务合作，短期来看贸易纷争的后续走势仍不明朗，上周全球股市依然延续跌势，但新兴市场总体表现稍强于发达市场，公用事业由于防御属性而在两个市场中均涨幅靠前。标普 500、道琼斯工业指数和纳斯达克指数三大股指分别下跌 1.2%、0.7%和 2.3%，连续三周集体收跌，我们认为短期内中美贸易战的后续演化仍将是影响美股走势的重要因素。上周港股跌势不止，恒生指数连续三周在我们统计的主要发达市场中表现垫底。AH 股溢价率震荡回升，建筑材料、通信和传媒行业平均溢价率居前。

■ 详解 A 股“入富”影响：资金规模与标的特征（20190527）

据测算，在 A 股纳入富时指数第一阶段完成后，预计中国 A 股占富时全球全盘指数的权重将达到 0.6%，占富时新兴全盘指数的权重约为 5.59%。随着今年 6 月 A 股被正式纳入富时全球指数体系，预计将有 100 亿美元的被动投资资金进入中国 A 股，折合人民币近 700 亿元。长远来看，随着纳入比例的增加，还可能会有 500 亿美元的增量资金进入 A 股市场。

■ 日美贸易战专题研究之一：日美贸易战期间的汇率变化（20190530）

本文梳理了 70 年代以来美日贸易摩擦不断激化后的日元兑美元汇率变化情况，通过对经济环境，财政货币政策，对外关系，产业结构等方面的全面对比，探讨美日贸易摩擦中汇率的变化趋势以及贸易战本身对汇率的潜在影响。

固定收益

■ 转债市场周报：5月成交额收窄，但仍位于相对高位（20190527）

截至上周五（5月24日），转债5月全市场日均成交额为79.8亿元，日均换手率1.87%。转债5月日均成交额较4月的105亿有所下降，但仍高于2月均值61.54亿。当前市场活跃度相比2018年改善明显。从个券成交量来看，5月日均交易额最高的是特发（12.03亿），其次为凯龙（7.04亿）。市场交易集中在两类券上：一类是高评级的大票，以苏银、平银、光大、核能为代表，另一类是正股具备主题性机会、股价弹性大的中低评级券，以特发、凯龙、广电为代表。从下图可以看到，评级为A+的转债日均成交额极其小，接近于0，由此可以推测大部分机构的投资门槛高于A+，这类转债基本已被市场抛弃。

■ 固定收益衍生品策略周报：曲线增陡策略表现亮眼（20190527）

后续来看，在4月经济金融数据相比3月出现回落，且外部压力有所加大的背景下，央行短期对于流动性边际收紧的概率降低，在资金面大幅变松之后，近期资金面边际有所收紧，加权资金利率回到了2.55%操作利率附近，后续投资者可以择机参与做陡曲线交易。

■ 高收益债周报：5月非金融企业债券净融资明显回落，民营净融资再次转负（20190530）

截至5月28日，5月国内非金融企业信用债净融资量约-542亿元，考虑到城投债统计存在明显滞后，预计5月国内非金融企业信用债净融资或在1000亿元左右，较4月的3323亿元净融资量明显回落，但明显高于去年5月的-794亿元净融资。5月产业债净融资较4月明显回落，其中制造业、其他行业净融资均明显回落，但仍维持正值；建筑业有所回落，整体净融资仍处于较高水平；采矿业则有所回升，但仍处于负值区间。其他行业中，房地产行业5月净融资-4亿元，较4月大幅减少358亿元。5月国有企业产业债市场的净融资仍明显强于民营企业，民营企业产业债净融资量在4月转正后又进入负值区间，民营企业在债券市场的融资状况再次出现波动。

■ 可转债复盘笔记系列之四：2010年-2016年：第一个黄金时期（20190529）

其实在成熟期的后期，可转债的吸引力不断下降。首先，2006年中国资本市场启动一度被叫停的股权再融资方式，定向增发开始成为主流的股权再融资方式。定向增发对上市公司的盈利状况没有做严格的规定，甚至一些亏损的上市公司也可以进行定向增发，且对定向增发新股没有发行规模的限制，审批程序也简单，这些因素导致定向增发相比可转债更受欢迎。其次，可转债的性价比在下降。经过多年的发展，越来越多的投资者认识到可转债这个品种的优点，而且可转债被列入可做正回购品种，开始呈现出新的杠杆功能。于是一时间洛阳纸贵，可转债的溢价不断抬升，市面上已经不能买到相对低价的可转债了。最后，可转债发行人转股意愿有所降低。由于需求旺盛，可转债的条款变得越来越不利于转股，有些公司甚至取消了回售保护条款，并将转股期大幅度延后。

直到2010年6月，400亿元的中行转债（113001.SH）把一潭死水的可转债市场砸出个深坑。中行转债发行之时，最大规模的单只可转债不过数十亿元，沪深可转债市场总规模不过数百亿元。中行转债之后，百亿规模的大型可转债骤然增加，很多金融机构和银行加入可转债融资的大军，一时间可转债存量规模上窜千亿元。可转债供求关系逆转，跌破面值的大型可转债比比皆是，可转债的配置价值逐渐凸显。可以说，中行转债开启了可转债市场第一次黄金时期。

■ 专题报告：哪些企业曾被出具非标准审计意见？（20190528）

我国审计报告意见分为五种类型，分别是无保留意见的审计报告、带强调事项段的无保留意见的审计报告、保留意见的审计报告、否定意见的审计报告和无法表示意见的审计报告。通常来说，第一种称作标准审计报告，占比高于90%，后四种称作非标准审计报告。考虑到财务报告是信用分析的基础，财务报告的质量直接决定了后续分析的可信度，本文梳理近四年年报被出具非标审计意见发债公司。

2015年-2018年四个会计年度，共526家A股上市公司被出具非标审计意见（不同年度之间存在重复）。按照年度来看，2018年报被出具非标审计意见的公司家数最多。然后上述被出具非标审计意见的企业，有接近二成的公司事后发生重组或退市，比如松辽汽车、黑化股份和青鸟华光等等，因此非标准审计意见往往也是公司经营存在较大问题的一个特征。

我们梳理了近四年曾经被出具非标审计意见的、至今企业主体未发生明显变化的、目前有存量债券的企业，共48家。其中，多数非标意见是带强调事项段的无保留意见，影响程度相对较轻。然后2018年年报中，有12家发债企业被出具无法表示意见的审计报告，多数都是已经出现债券违约的企业。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12240

