



招商基金月度投资策略报告

2020年9月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

| | |
|-----------------|-----------|
| 1 宏观经济环境 | 2 |
| 1.1 海外市场 | 2 |
| 1.2 国内市场 | 4 |
| 2 大类资产观点 | 6 |
| 2.1 A股市场 | 6 |
| 2.2 债券市场 | 7 |
| 2.3 港股市场 | 8 |
| 2.4 美股市场 | 8 |
| 2.5 原油市场 | 9 |
| 2.6 黄金市场 | 10 |
| 2.7 汇率市场 | 11 |
| 3 股债投资策略 | 12 |
| 3.1 A股投资策略 | 12 |
| 3.2 债券投资策略 | 13 |
| 3.2.1 利率产品 | 13 |
| 3.2.2 信用产品 | 14 |
| 3.2.3 可转债 | 15 |

招商基金 9 月投资策略报告

2020 年 9 月

1 宏观经济环境

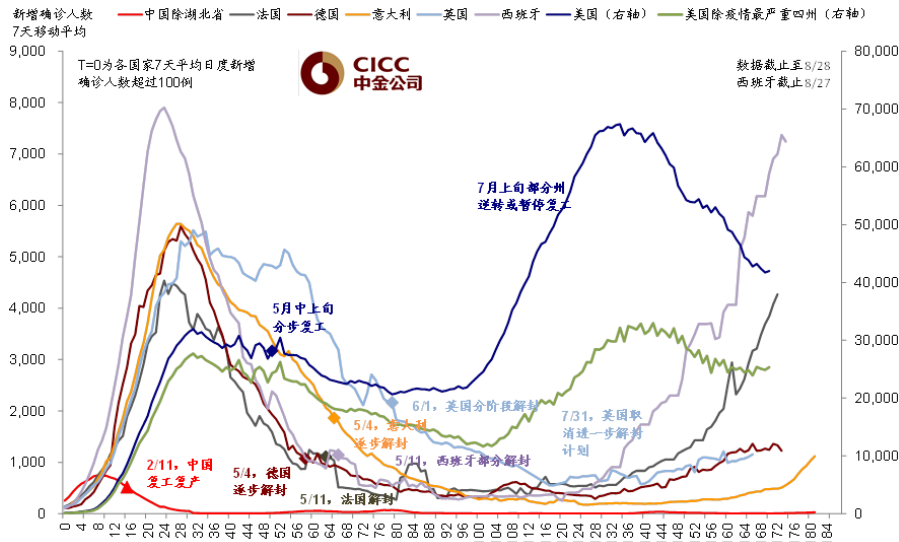
1.1 海外市场

经济延续修复，政策维持宽松

8 月，经济复苏持续、美国疫情回落以及由此带来的流动性边际回撤是导致大类资产价格表现的主要线索。一方面，全球实体经济继续呈现好转态势，多项经济数据维持了复工后的深 V 反弹态势；另一方面，美债收益率的阶段性上行也带动了黄金等避险品种的回调，同时交易高度拥挤的科技板块也出现调整。下一阶段，美国新一轮财政政策的落地、疫情数据以及疫苗进展，包括中美关系的再度复杂化，均是市场在当前偏高估值下需要关注的重点。

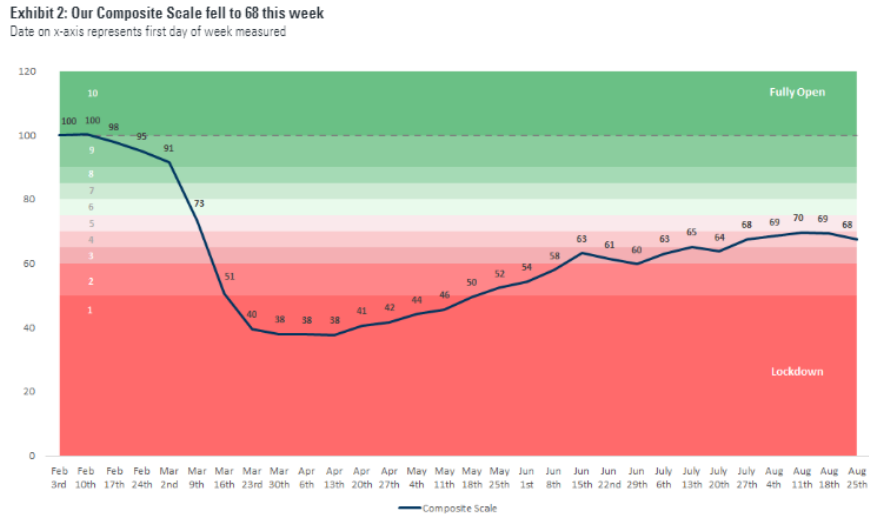
美国方面，疫情进入二次高峰拐点，经济复苏趋势不变。8 月美国 Markit 制造业 PMI 为 53.6，创 2019 年 2 月以来最高水平；服务业 PMI 初值为 54.8，创 2019 年 3 月以来最高水平。就业市场仍面临压力，8 月首次申请失业金人数达到 100.6 万人，持续领取失业金人数为 1453.5 万人，均弱于预期值。短期关注点在第四轮财政刺激政策的落地，两党分歧仍较大而大选时限临近。欧洲方面，疫情导致欧元区内需疲软，经济复苏仍有阻力。8 月欧元区 Markit PMI 指数为 51.6，低于上期值 54.9 和预期值 55，主要受服务业 PMI 拖累。其中制造业 PMI 为 51.7，与上期值 51.8 差别较小；服务业 PMI 为 50.1，显著低于上期值 54.7 和预期值 54.5，整体仍高于荣枯线。日本方面，疫情对经济造成的打击仍在持续，整体经济恢复较慢。8 月日本综合 PMI 为 44.9，与上期持平，仍未及荣枯线；其中制造业 PMI 为 46.6，较上期值 45.2 有所提升，但服务业 PMI 由上期的 45.4 下滑至 45。

图：美国疫情数据二波见顶，欧洲部分地区出现反复



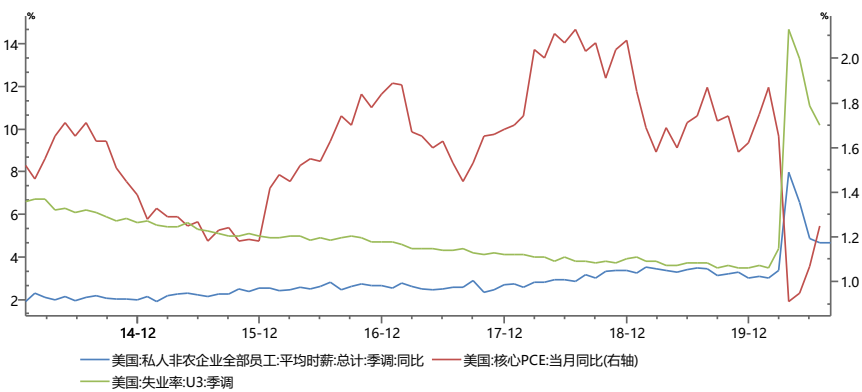
数据来源：中金公司

图：美国经济复工进程维持在 7 成左右



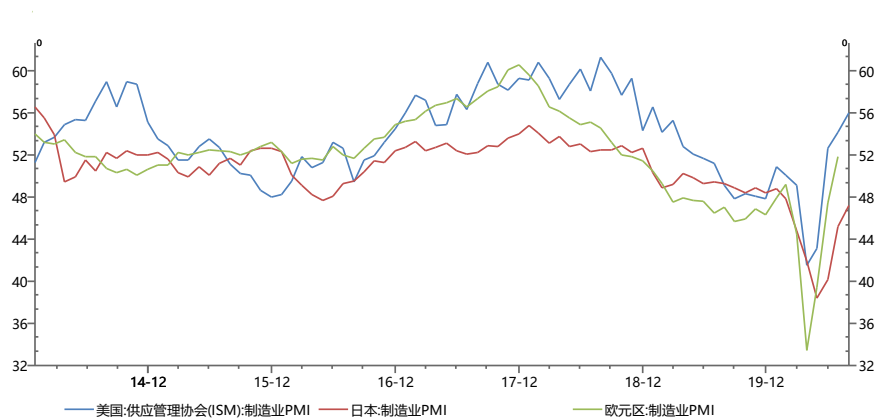
数据来源：Wind 资讯

图：2020 年 8 月美国失业率从高位有所回落，平均时薪增速也相应回落，核心 PCE 从低位反弹



数据来源：Wind 资讯

图：2020 年 8 月欧美制造业 PMI 较前值继续回升，其中美国回升幅度最大



数据来源：Wind 资讯

中美大国的博弈动向仍需密切关注；中概股退市，中国企业面临海外融资限制及美国金融制裁风险。2020年4月以来，以“瑞幸咖啡财务造假”为机，美国政府出台一系列政策收紧对于在美上市中概股的政策。近期美国制裁抖音，逼迫抖音出售海外业务，并威胁对微信进行制裁。8月6日，美国总统金融市场工作组发布具体建议提出“已在美国上市的中国公司，必须向美国监管机构提供相关文件（主要是审计工作底稿），并在2022年1月前完成美国监管机构的相关合规要求，否则必须退市”。在美上市中资企业被迫退市后，赴港交所二次上市是最佳境外融资替代选择，但前期美国财政部长称考虑限制美资金流经香港市场，存在美国在迫使中概股退市的同时，“堵住”中概股回港上市渠道，通过影响中资企业海外融资，打击我国高新技术产业发展的潜在风险。前期美国出台所谓的《香港自治法案》实际上是针对中国的金融制裁威胁。近期，美国先后对中国香港特别行政区行政长官林郑月娥等11名中国内地和中国香港官员，以及参与南沙建设的中国企业进行制裁。下半年，在美国大选关键时期，两党政治博弈或将继续打中国牌，需持续警惕一些中国企业、金融机构可能会面临受到美国金融制裁的风险。

我们预计美元指数短期跌速最快的阶段已过、但中期看或仍有下行压力，主要受到美联储的宽松政策延续时间可能进一步延长的因素。受国内流动性持续紧张以及中国经济恢复速度较快的影响，人民币汇率持续走强，8月31日人民币对美元汇率中间价报6.8605，上调286点，升至2019年7月以来新高；在中美利差持续处于较高水平的情况下，我们认为这一升值趋势仍可能在未来延续。

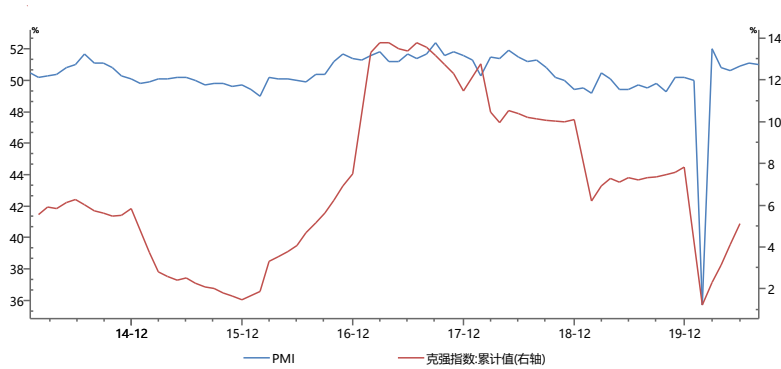
1.2 国内市场

国内：流动性回归中性，宽信用仍在窗口期

随着国内实体经济数据延续好转态势，银行间市场的流动性进一步回归中性。一方面，8月的需求延续恢复态势，而生产端的扩张速度虽有所放缓但仍维持较高的活跃度；另一方面，货币政策继续回归常态化，央行通过公开市场操作温和引导短端利率回升至政策利率附近，以量保价。下一阶段，重点关注汽车、基建投资等需求恢复动力的持续性，同时关注在整体资金面仍维持紧平衡的情况下，货币政策投放的流动性情况。

8月官方制造业PMI51%，环比回落0.1个百分点，第6个月处在荣枯线之上，继续维持扩张态势。8月需求恢复好于生产、库存积极去化、工业物价继续回暖、盈利分配开始向下游倾斜。线下消费与服务业生产可能进入加速恢复期、制造业与建筑业活动预期表现较强。

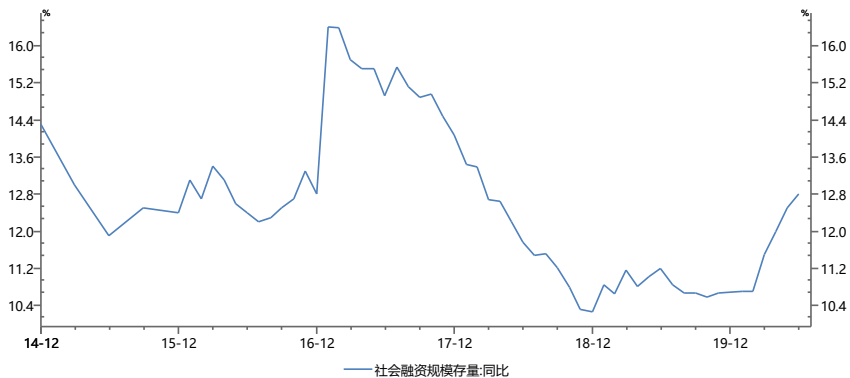
图：国内 PMI 连续 6 月维持在荣枯线以上



数据来源：Wind 资讯

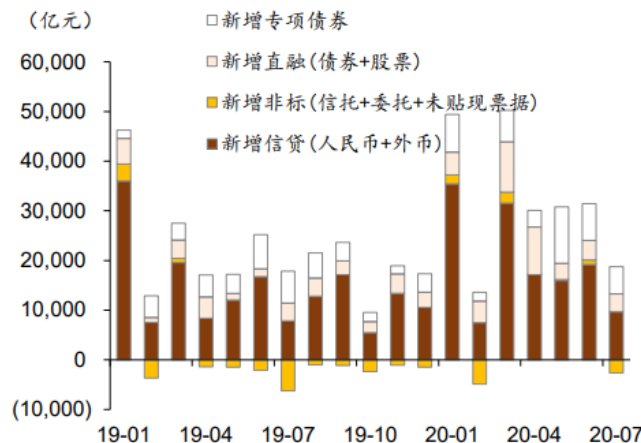
7 月金融数据呈现出总量略降但结构改善的特征。7 月新增信贷 9927 亿元，社融规模 1.69 万亿元，存量同比 12.9%，M2 同比 10.7%。从结构看，企业中长期贷款同比大幅增多，票据与短贷减少或反映政策收紧情况下，商业银行压缩对短期融资的支持；居民信贷创今年单月最大同比增幅，或显示居民消费活动加快修复，楼市火热大幅拉动个人按揭贷款增长。根据易纲行长在陆家嘴论坛上提及的全年目标，预计下半年将实现 8 万亿的信贷投放以及 10 万亿的社融增量，对应全年增速在 12% 左右，较上半年或有所放缓。

图：新口径下 7 月社融存量增速为 12.9%，较上月继续上行，但预计下半年增速有所减缓



数据来源：Wind 资讯

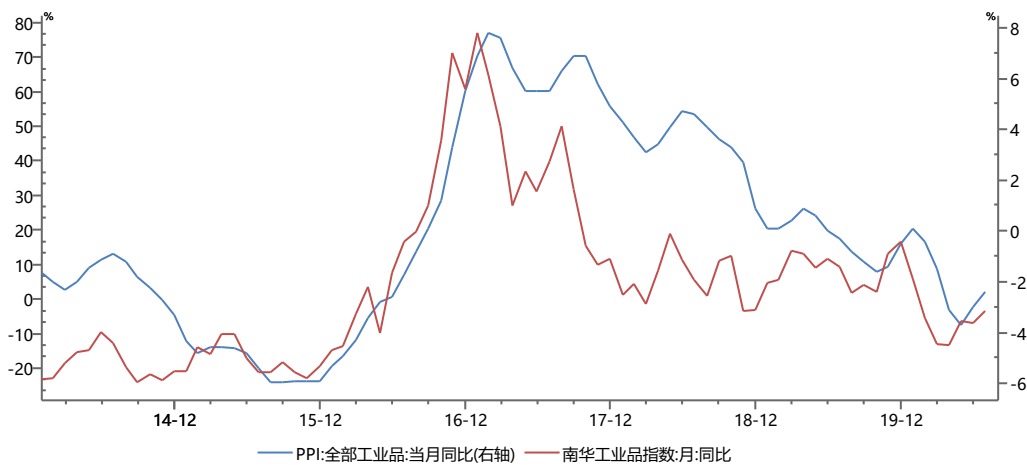
图：从 7 月数据来看，信贷、社融增长低于市场预期，但结构继续改善



数据来源：Wind 资讯

7月CPI同比2.7%，较6月回升0.2个百分点，PPI同比-2.4%，回升0.6个百分点。CPI连续两个月回升，但仍主要系水涝等短期因素带来的食品价格扰动与油价上涨助推，不构成趋势，核心CPI走弱更显示消费需求乏力；预计整体CPI也将在猪肉价格的下拉之下在8-10月出现较大幅度下行。PPI或在下半年维持回升态势。认为CPI不是年内货币政策敏感变量，房价更值得关注，PPI走高则支撑企业盈利修复。整体看，预计随着国内生猪存栏数量的上升以及去年的高基数，下半年的CPI同比数据或仍将走低；而PPI将受益于国内外需求的逐步回暖，通缩预期将继续呈现修复，其与CPI的裂口也有望继续缩窄。

图：7月PPI同比跌幅收窄、环比转正，预计8月在大宗商品持续修复的背景下PPI同比增速仍有上行空间



数据来源：Wind 资讯

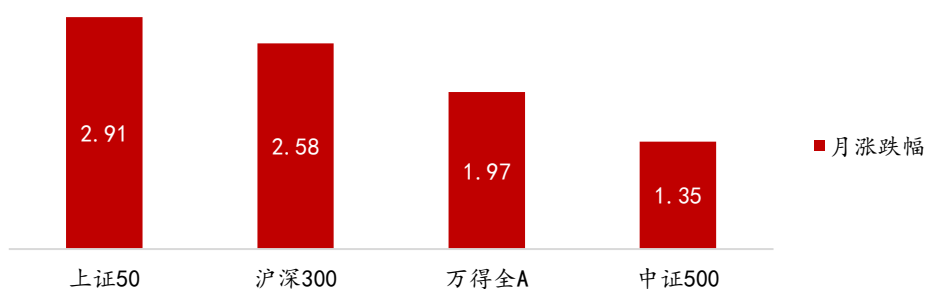
2 大类资产观点

2.1 A股市场

8月市场回顾：股市区间震荡，债市弱势调整

8月股市增量资金入市进程暂缓，市场缺乏明确的热点板块和上涨主线，部分低位的顺周期板块继续呈现补涨特征，而前期上涨较多的板块则出现回调，整体赚钱效应较差。

图：2020年8月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

权益市场短期震荡但中期看好

海外，有效疫苗的落地点仍是大类资产重定价的最关键变量，但 9 月至 10 月美国大选临近，中美关系可能再度阶段性承压；随着美国疫情的见顶回落以及经济数据的持续好转，我们认为美元指数短期看企稳的概率正在上升，而美国新一轮财政刺激计划虽陷入焦灼，但我们认为在四季度落地的概率仍高，叠加美联储宣布货币政策框架审议的结果之后其宽松政策的持续时间也将进一步延长，基于再通胀做多顺周期品种仍是较确定机会。国内，流动性回归中性、宽信用导向不变，后续关注央行流动性投放情况以及国内外需求的进一步恢复状况、观察补库周期在 Q4 的启动强度。

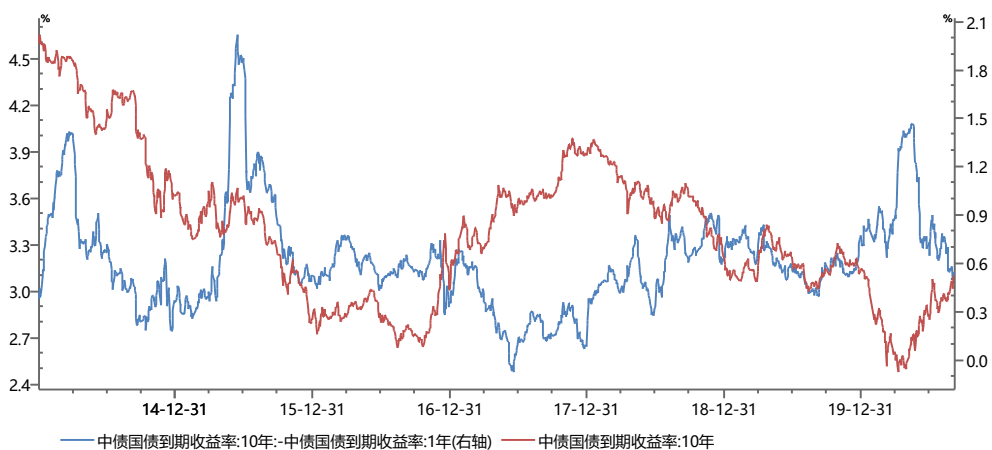
股票市场方面，仍在改善态势的宏观环境、积极的政策导向以及仍未趋势性收紧的货币政策，使得股市在中期看仍有一定机会。从结构上，整体的高低位切换和风格再平衡的行情特征或将进一步凸显。一方面，宽信用处于加速的窗口期，同时海外再通胀交易的热度上升，美联储“过度”宽松、民主党上台后可能的大规模主动性财政支出以及 Q4 疫苗可能取得积极进展带来的需求端的更强复苏。当前顺周期品种整体仍具有估值优势，可积极挖掘补涨品种。

2.2 债券市场

债市仍以震荡为主

8 月受到基本面延续修复以及资金面紧张背景下，债市延续震荡调整。一方面，国内实体经济数据继续好转，社融稳中略升；另一方面，8 月份货币维持中性，由于超储率偏低、缴税缴款因素导致资金面偏紧，资金利率中枢继续抬升。十年国债利率震荡上行，收益率曲线呈现熊平走势，期限利差持续回落，信用利差出现下行。

图：长端收益率继续上行，期限利差受短端抬升更多的原因出现下行



数据来源：中国债券信息网，Wind

债券市场方面，预计仍将处于震荡态势。9-10 月仍处于地方债的发行高峰期，预计债市资金面紧平衡状况或将延续；而经济复苏趋稳，社融增速放缓但后续仍有支持，通缩风险下降，通胀压力也不显著，债市整体利空因素较多。若海外经济出现超预期回暖，则可能成为债券市场新的利空因素。

2.3 港股市场

8月恒生指数和恒生国企指数分别上涨2.6%和0.3%，在全球主要股指中表现相对靠后。具体来看，1)大型股领涨(6.1%)，中型股(4.8%)表现优于小型股(3.0%)；2)香港本地/外资股(8.0%)表现强于中资股(2.0%)；3)行业方面，非必需性消费业、资讯科技业、电讯业、地产建筑业等表现较佳，工业、公用事业、能源业、综合业等表现较差。

8月，在美国疫情见顶回落的背景下，美联储继续保持货币宽松，并推出“平均通胀目标”计划，延缓货币宽松推出节奏，带动整体市场信心。而中国金融市场流动性边际收紧，央行在公开市场缩量续作。因此，在汇率上延续了“弱美元，强人民币”的趋势，而且中美利差进一步走扩提高了人民币资产的吸引力，资金也进一步流入港股市场。

展望9月，在国内经济数据环比继续改善的背景下，中资股基本面将渐进修复。其次，目前美债利率维持低位、美元指数大幅回落、人民币稳中有升，对港股形成有力支撑。(1)人民币稳中有升环境下，市场有望出现外资回流。板块配置上，宏观经济复苏叠加板块低估值、低波动优势，可考虑配置顺周期的港股基建产业链和地产产业链的机械和建材板块。(2)中美关系紧张，中概科技企业进一步受到压制，可关注回归受益的港股互联网软件板块，以及港股稀缺性资产。(3)随着疫情控制趋于稳定，逐渐关注前期受隔离影响的板块的机构性机会，如机场、传媒、博彩和旅游等。

2.4 美股市场

美股8月大幅上涨。标普500指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨7.0%、7.6%、9.6%，在全球主要股指中表现良好。本月美股暴涨，创下了十年以来涨幅最大的8月行情。主导市场的主要因素包括以下几点：1)美联储财政和货币政策的强刺激，具体来看，美联储8月27日宣布调整政策框架，正式引入“平均通胀目标”，将允许通胀率在一段时间内高于2%的水平。此消息所释放的货币政策信号整体偏鸽派，令投资者对目前股市流动性保持乐观，提振美股；2)全球主要经济体正在复苏，今年由于疫情导致的恐慌情绪正在消弭，股市会逐渐回到正轨，因此导致了美股的部分涨幅，一定程度的抹平了今年以来的跌幅。

接下来的9月美股表现我们仍需持谨慎观点。虽然现今出现较多利好信号，但依旧存在较多不确定性因素，并且由于8月整体较高涨幅，9月大概率出现回调。具体基于以下几点：1)9月份是自1950年以来市场平均表现最差的一个月。数据显示，自1950年以来，标普500指数在9月份平均下跌了约1%。其中，1986年和2000年都像今年一样，标普500指数在8月份的涨幅超过了5%，但到了当年的9月份，却分别下跌了8.5%和5.4%；2)考虑到此次美国大选有着较多争议和不确定性，今年9月和10月的美股市场堪忧。标普500指数往往会在大选年的9月和10月走软，9月的平均跌幅为0.2%，10月的平均跌幅则更是达到0.7%，为大选年中市场表现最差的月份；3)虽然疫情所导致的恐慌情绪正在消失，但目前新冠疫情仍在全球继续蔓延，目前来看今年的情况有可能会变得更糟；

4) 虽然鸽派的美联储为市场提供支持，股市屡创新高，但涨跌股数量比例在持续缩小。这种情况通常表明市场有可能出现 5% 到 10% 的回调。

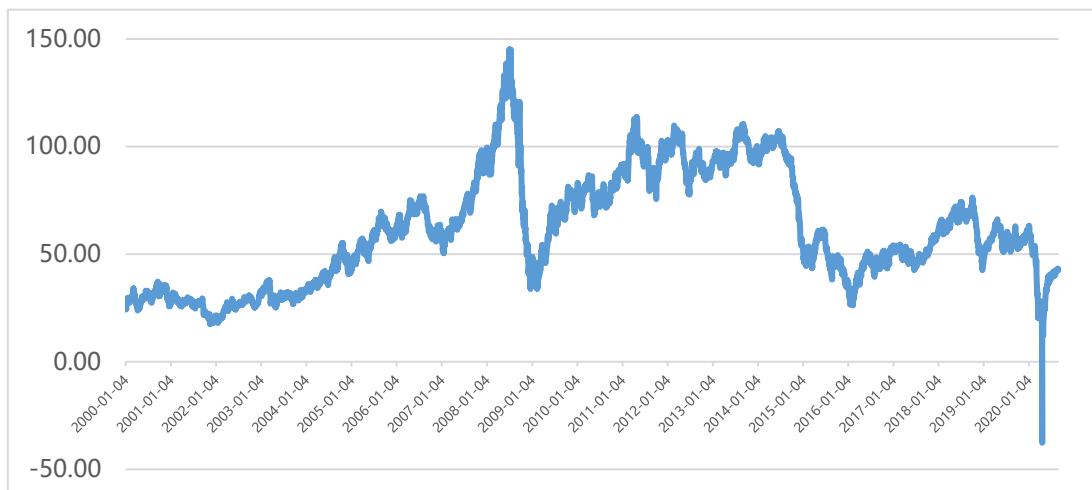
估值角度，由于标普 500 指数估值仍处于历史高位，在政策仍然波动、未来不确定性较多的背景下，估值的脆弱性将继续令市场处于高波动状态。我们认为短期内估值水平的下行风险大于上行风险，由于 1) 美联储将采取新货币策略，将允许通胀超过 2% 和就业过热，以实现经济和通胀增长。这是近年来货币政策框架上的重大调整，意味着美国将开启长期低利率时代。但是本次美联储更新政策框架市场前期已有预期，市场已提前消化影响。所以利率变动影响不大；2) 美元指数走势疲软，跌破 93 关口。长期来看，美元贬值周期只是刚刚开始，我们基于对通胀上升的预期和美联储提高通胀容忍度的观点，认为未来 2-3 年美元会持续在贬值周期，因此势必会影响美股估值；3) 短期内估值提升的催化剂仍然缺失。

配置角度，高通胀和风险较高不稳定的背景可能对以下领域比较有利：1) 受疫情影响较小的科技公司；2) 受益于高风险和高通胀的个股；3) 由于疫情的复苏，部分受益于“重新开放”的相关公司，如航空行业。

2.5 原油市场

2020 年 08 月份石油供给端减产放松，但受欧美疫情二次反弹边际缓和，亚洲部分区域疫情二次反弹需求端疲弱，整体油价于 40-43 美元/桶之间震荡。自 8 月 1 日起，油价小幅上行至 43 美元/桶附近，9 月初相比 8 月初油价上涨约 5%。供给端，8 月份 OPEC+ 确定增产，对美国原油生产长期活力造成一定压力，石油供给端给油价一定支撑。需求端，当前海外疫情二次反弹边际趋缓，欧美国家每日新增确诊中枢值均有所回落，亚洲方面印度疫情仍然紧张，每日新增仍居高不下，欧美经济复苏压力边际减小，8 月随原油需求提升，原油价格跟随小幅上涨。

图：20 年 08 月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

OPEC+联合减产边际放松，部分产油国可能补偿性减产，美国原油库存压力压制产出；海外疫情边际缓和，欧美制造业 PMI 均在荣枯线以上，原油供需两端均有上升；预测需求增速略大于供给增速，预计 09 月份油价震荡小幅上行。供给端，OPEC+自 8 月开始减产的力度减弱至 770 万桶/日，减产力度虽有边际减弱，但前期减产执行率较

低的产油国可能在后续会边际收紧进行补偿性减产，总体来看 OPEC+原油供应较 8 月应仍是环比增加。最新一周的数据，美国石油钻机数为 183 座，环比增加 11 座，但在近两个月都维持在 180 座上下波动。我们从钻机与油价的关系来看，长期以来，美国石油钻机数与油价有着较强的正向关系且滞后约 4 个月，虽然油价仍较低，但预计钻机活跃数量将在 9 月份开始提升。在需求方面，新型冠状病毒病例不改整体上升趋势，但新增病例边际减少，欧美 7/8 月制造业 PMI 均在荣枯线以上，油价与制造业 PMI 走势基本同步，预计需求将会边际回升，市场对原油需求转为中性。库存方面，美国原油库存量 5.14084 亿桶，比前一周下降 451 万桶，原油库存比去年同期高 16.7%；比过去五年同期高 15%。库存环比均有下降，去库存仍在继续当中，对供给造成的压力仍未完全释放。

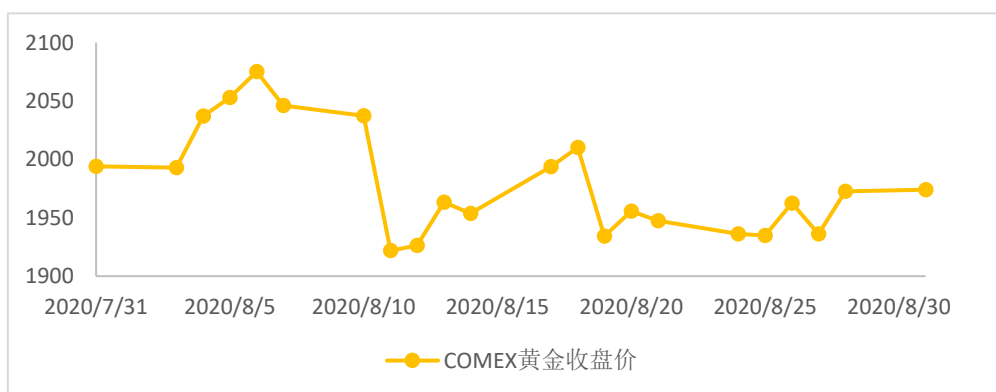
当前预测供需两端均将回升，供给端存在库存压力，需求端也有疫情二次反弹压力，预计整个 9 月份油价震荡小幅上行。

2.6 黄金市场

黄金价格在 2020 年 8 月份维持高位震荡格局，震荡的原因主要还是经济持续修复，8 月初金价快速上涨到了 2075，前期急涨后多头交易相对拥挤，本身也存在回调需求，8 月整体小幅下跌 1.01%。

8 月以来，美国疫情新增人数短期见顶回落，从年初以来美国疫情走势与实际利率走势呈现较强的相关性。而从货币政策方面来看，新一轮财政刺激计划落空削弱了流动性预期，因此黄金短期胜率出现回落，触发了止盈抛售。近期美联储最新的货币政策框架可能放松对通胀暂时性超调的容忍程度。所以高位调整之后，短期拥挤度有所下降，期货非商业净多头持仓占比回落到了 60%-70%分位附近，导致整个 8 月的黄金市场维持了一个高位震荡的格局。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年 8 月小幅收跌 1.01%



数据来源：Wind，招商基金

展望 9 月，整体来看 COMEX 金价可能呈现以 2050 为中枢的宽幅震荡走势，出现持续性行情的可能性有限。

政治环境：9 月为美国大选前最后的“静默期”。目前两党全国代表大会已完结，直至 9 月 29 日美国大选才会进入下一轮“总统辩论阶段”。预计特朗普将在这段时间内持续生事，以此积攒政绩并为辩论蓄势；与此同时，日

本也会在 9 月中旬附近确定下一位首相人选。政治环境的不确定性增加可能令黄金在 9 月振幅加大。

货币政策: 除此之外,美联储有关货币政策的调整已于上周落地,将通胀制度调整为平均通胀制符合市场预期,未来美联储货币政策持续宽松的预期已基本在金价中体现。9 月联储将召开议息会议,预计仍将维持联邦基金利率在 0-0.25% 区间不变,公开市场操作仍将维持每月 1200-1300 亿美元的国债+MBS 购买规模。

财政政策: 9 月 8 日,美国国会即将迎来复会。两党将继续就新一轮财政刺激方案开展磋商,根据目前情况来看,两党在 9 月达成协议的可能性较大,如果协议顺利落地将带动 H2 美国经济加速修复并驱动金价下行,但预计整体下行幅度有限,弱美元以及通胀预期上升后实际利率下行趋势仍将为金价提供有效支撑。

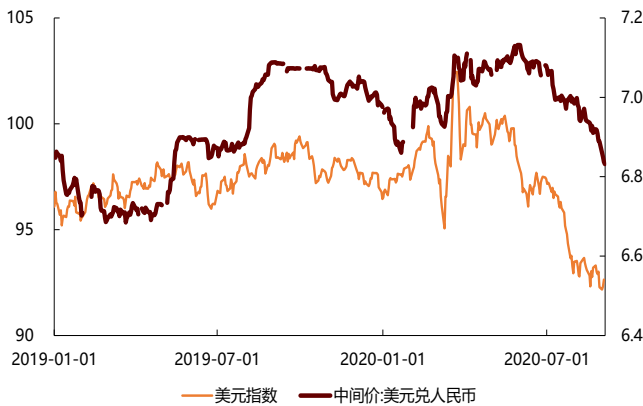
风险提示: 疫情二次爆发超预期;美国大选带来地缘政治的不确定性;全球经济复苏不及预期。

2.7 汇率市场

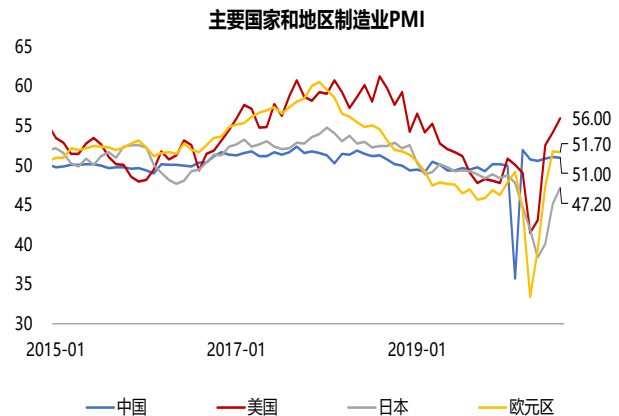
在 2020 年 8 月份,人民币汇率大幅走强,美元兑人民币汇率从月初的 6.9848 走强至 8 月底的 6.8605。美元指数大幅走弱,美元指数从月初的 93.4841 大幅走弱至月底的 92.1711。人民币汇率的大幅走强和美元指数的大幅走弱,与中国和美国在疫情期间的经济发展情况密切相关。中国较好的疫情防控带来了较好的经济发展,提升了中国资产对于海外资金的吸引力。美元指数的疲弱,与美国的疫情防控较差,经济恢复的阻力较大有关。另外,美联储大量的经济刺激措施,也对美元指数的走势产生了一定的影响。

2020 年 9 月汇率走势展望: 预计人民币汇率仍将有升值压力。目前来看,中国的国内经济仍处于较好的经济发展区间内,中国国内的政策仍有较好的施展空间,中国资产的仍具有一定的吸引力。美元指数的变化情况仍受制于美国的经济恢复情况以及美联储的经济刺激措施的后续影响。预计在 2020 年 9 月份,人民币汇率仍旧以小幅震荡走强为主。美元指数虽然短期内下降较多,但考虑到市场情绪等原因,预计美元指数的大幅下行空间不大,但预计美元指数在 9 月份预计仍将以下降为主。

8 月人民币汇率大幅走强



8 月主要国家制造业 PMI



数据来源: Wind, 招商基金

3 股债投资策略

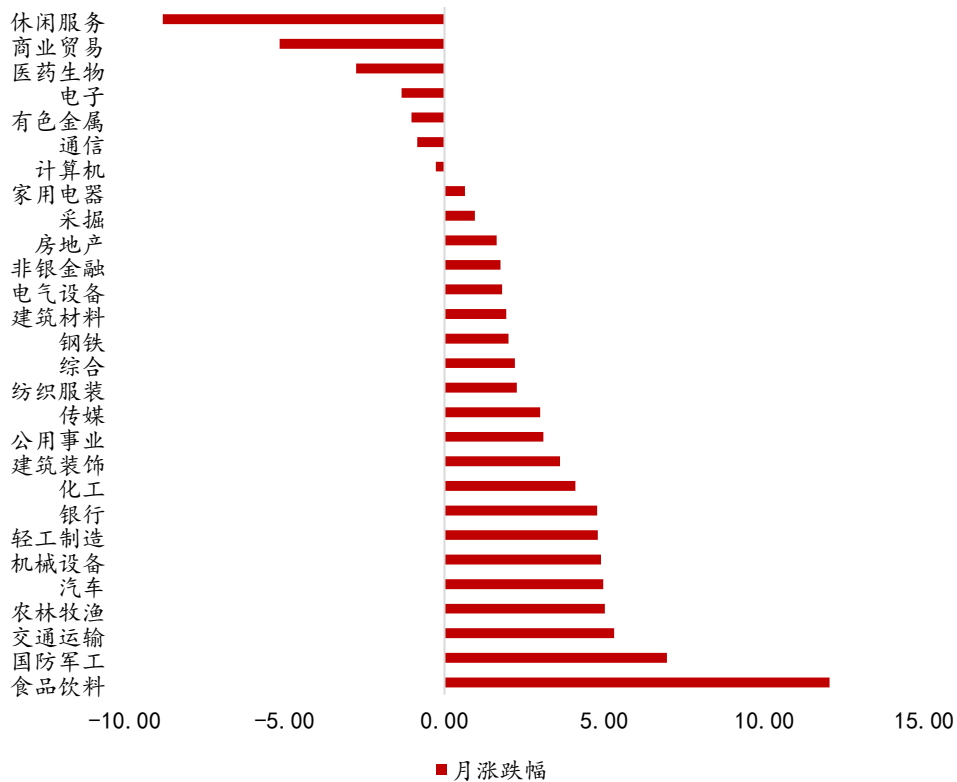
3.1 A 股投资策略

8 月市场回顾：市场缺乏上涨主线、仍以震荡为主；食品饮料、军工和交运涨幅居前，休闲服务、商贸和医药板块涨幅居末

2020 年 8 月份，上证综指上涨 2.59%，深证成指上涨 0.88%，中小板指上涨 0.74%，创业板指下跌 2.4%。

回顾 8 月行情特征，场外增量资金入场暂缓，市场重回存量博弈；大势震荡，无明确热点主线板块，金融周期在上旬有所表现，下旬食品饮料一枝独秀。板块方面，食品饮料、军工、交运等板块涨幅居前，而医药、TMT 等板块则持续调整。

图：2020 年 8 月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

A 股走向判断：短期尚需整固，中期看好受益经济复苏品种

短期来看，国内流动性边际收紧仍对市场做多情绪形成压制，而临近美国大选，中美关系的不确定性也将阶段性增加，我们预计市场近期仍将以震荡整固为主。但考虑到目前经济面临的内外部环境的不确定性犹存，流动性难以出现方向性的持续收紧，与此同时，金融地产等权重板块的估值仍处于低位，随着宏观经济的修复，预计将出现一定程度修复，整体市场下行的空间也将较为有限。从中期来看，当前板块间的估值分化仍非常严重，而基本面因

素正逐渐向顺周期品种倾斜，我们认为市场主线从前期的消费医药向低估值品种切换的情景发生的概率正在上升，而四季度往往也是低估值品种表现的时间窗口期。从当前的估值水平看，截至9月4日，Wind全A（剔除金融石油石化）指数、沪深300指数、中证500指数的PE（按过去四个季度业绩计算）估值水平分别处于2005年至今的51%、66%、52%分位水平。

图：主要A股指数估值水平

| 主要指数 | 2020/9/4 | 最大值 | 最小值 | 中位数 | 百分位 | 当前估值所处历史的百分位 | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------|----------|-------|------|------|-----|--------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|--|--|--|--|--|
| | | | | | | 10% | 20% | 30% | 40% | 50% | 60% | 70% | 80% | 90% | 100% | | | | | |
| WIND全A | 23.5 | 58.2 | 11.5 | 19.5 | 77% | | | | | | | | | | | | | | | |
| WIND全A (剔除金融石油石化) | 40.1 | 76.2 | 13.8 | 28.9 | 76% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上证综指(剔除银行)-中位数 | 29.6 | 66.3 | 16.0 | 28.7 | 51% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上证50 | 12.0 | 48.5 | 6.9 | 11.1 | 58% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 沪深300 | 15.1 | 51.1 | 8.0 | 13.5 | 66% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中证500 | 34.0 | 92.8 | 16.0 | 33.5 | 52% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中小板100指数 | 37.2 | 67.7 | 14.5 | 32.0 | 77% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 创业板100指数 | 67.3 | 137.9 | 27.0 | 51.0 | 87% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中小板综合 | 56.7 | 96.7 | 15.9 | 41.5 | 88% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 创业板综合 | 121.3 | 174.9 | 28.1 | 60.0 | 88% | | | | | | | | | | | | | | | |

数据来源：Wind 资讯、申万宏源

结构选择：关注宽信用深化和再通胀升温下的顺周期板块以及“国内国外双循环”下的科技板块的中线布局机会

板块上，一方面可积极关注当前仍有估值优势、且基本面环比改善的顺周期品种，如建筑、有色化工以及金融地产等；另一方面，也应重视“国内国际双循环”的长期战略指导意义，近期科技板块的估值受到中美关系不确定性的压制程度较高，我们认为随着大选结果的落地，科技板块的估值有望得到明显修复。对于前期涨幅偏大、估值较贵的消费医药板块，更需精选个股及择时。

保险：行业景气度环比改善。资产端受益长期利率企稳以及权益市场风格转向价值股，负债端受益代理人规模企稳、线下展业基本恢复以及宏观经济持续修复下的开门红表现。

银行：宏观经济修复+银行基本面改善双重利好。一方面，市场对于银行的中报利润担心出尽；另一方面，中报显示从实际经营（PPOP、资产质量、息差等）指标来看，银行的经营情况非常稳定，甚至有部分银行呈现改善。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2020年8月，国内经济继续改善但幅度放缓（7月大部分数据进一步回升，8月高频数据除了钢铁方面，其他如房地产、建材等表现较好）、股市小幅上涨同时股债跷跷板效应减弱（8月全月上证上涨2.5%）、央行加大净投放但资金利率仍进一步抬升（R007利率8月全月均值在2.37%回升14bp，shibor隔夜全月均值在2.1%较上月回升14bp，同业存单量价齐升价格超过1年期MLF利率），使得8月中下旬债市连续下跌，曲线继续熊平。

基本面：7月的工业增加值、投资、消费等各项指标继续回暖，金融数据出现了分化社融回升而M2回落，制造业投资、消费恢复仍然相对较慢，但工业企业利润数据表现较好。8月PMI数据较7月小幅回落0.1至51，但高于荣枯平衡线，8月生产指数53.5%，环比回落0.5个百分点；新订单指数52.0%，环比上升0.3个百分点。需求恢复开始好于生产，供求结构趋于改善，新订单指数连续回升4个月。8月高频及中频数据均显示经济延续4-

7月份以来的回升态势。需求端，百城土地成交面积和土地溢价率均进一步回升，商品房销售好于去年同期，乘用车批发零售销量表现相对韧性。

政策面：央行的应对重心，逐步转向防控风险，降低融资成本的顺位有所下降。8月25日，央行货币政策司司长孙国峰在国新办举行的国务院政策例行吹风会上的发言：“疫情带来的不确定性增加，货币政策需要有更大确定性来应对各种不确定性，那就是三个不变：稳健货币政策取向不变，保持灵活适度的操作要求不变，坚持正常货币政策的决心不变。”。8月16日，2020年第16期《求是》杂志刊发中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清文章《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》。

后续来看，经济复苏势头仍在，7月高温和水灾对经济数据的负面影响在8月减弱，应对疫情的货币政策和财政政策逐步走向退出，目前来看货币的退出更快一些。9-10月债券供给筹码仍然较多，但较8月减弱。资金面上，预计R007围绕OMO7天逆回购政策利率上下波动；存单利率可能进一步向上超过1年期MLF利率；股债估值比较来看，目前较为均衡；未来可能更需要关注PPI数据和央行的货币政策操作。

中长期来看，债市依然充满机会，刺激政策回收会影响经济，要随时关注经济复苏的拐点；短期来看，债市震荡格局将延续，当前市场利空逻辑尚未出尽，同时也存在美国大选等不确定因素，短期建议保持中短久期，票息策略为主。

图：中债国开到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网，招商基金

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

在政治局会议定调货币政策回归常态化、经济修复预期持续、地方债和信用债大额净投放等因素影响下，8月各期限信用债收益率均有所上行，等级利差有所收窄。从较长时间周期来看，经过8月调整后债市收益率普遍已超过年初水平，中长久期品种的绝对收益回到中性位置，可以等待并关注其配置价值。

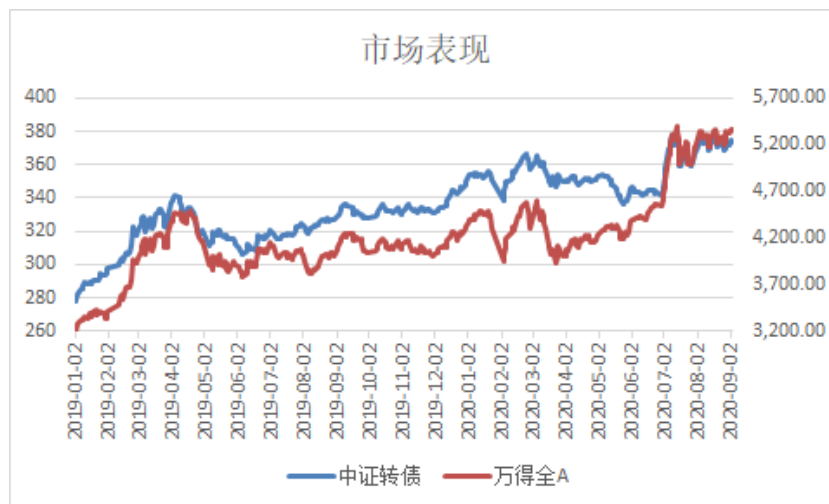
短期融资券

8月短融收益率走势亦呈上行态势，且高评级短融收益率上行幅度大于中低评级，等级利差收窄，其中AAA短

融收益率上行 21bp，AA+短融收益率上行 19bp，AA+短融收益率上行 10bp，考虑到资金面最宽松阶段已过去，加之基本面和货币政策等预期趋于一致，短期难有趋势性机会。

3.2.3 可转债

随着7月份一波快速“小牛”行情后，8月份双边市场整体处于高位震荡状态。截止到8月31日，8月万得全A上涨1.97%，中证转债上涨0.86%。8月份双边市场主要以板块快速轮动的机会为主，市场未有明确的主线来推动整体性行情，原因包括中报密集发布期、市场流动性的边际变化以及外部环境的不确定性等。对转债而言，目前市场个券赎回触发增多、新券上市节奏加快，近期主要的赚钱效应集中在行业龙头的筹码上。目前转债市场整体转股溢价率依然处于今年以来的中位水平震荡，从转债市场个券的绝对价格与估值角度综合出发，整体安全边际尚未达到绝对高位，目前阶段平价仍有可能发生较大变化。同时目前债券市场利率的性价比高于今年4月份水平，流动性也未出现“大水漫灌”的现象，转债市场主动提估值的可能性也相对较小。整体而言，目前阶段建议优先把握优质个券新上市的机会，同时挖掘“内循环为主，内外双循环”需求以及农产品产业链等板块机会。



数据来源：Wind 资讯，招商基金