



招商基金月度投资策略报告

2020 年四季度



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1 宏观经济环境	3
1.1 海外市场	3
1.2 国内市场	5
2 大类资产观点	8
2.1 A 股市场	8
2.2 债券市场	9
2.3 港股市场	11
2.4 美股市场	11
2.5 原油市场	12
2.6 黄金市场	13
2.7 汇率市场	15
3 股债投资策略	18
3.1 A 股投资策略	18
3.2 债券投资策略	19
3.2.1 利率产品	19
3.2.2 信用产品	19
3.2.3 可转债	22

招商基金四季度投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

美国大选扰动市场，财政货币暂不加码

9月美国疫情再次恶化，每日新增病例数重现上升趋势，欧洲疫情二次爆发，新兴市场中印度、巴西疫情形势略有好转，每日新增确诊数量有所下降但仍远高于世界平均水平。高频数据显示海外经济复苏进入平台期，9月经济数据也显示海外经济复苏趋缓。9月美国PMI数据略微不及前期，非农新增就业连续三个月放缓；欧洲与日本PMI略高于上期。疫情对新兴经济体的冲击仍不明显。金融市场层面，9月主要发达国家仍然维持宽松的货币政策，全球货币环境依旧较为宽松。9月以来，全球大类资产由“普涨”转向“普跌”，近期外盘也呈现波动放大的特征。

美国经济复苏“棋至中局”，欧洲疫情二次爆发有扰动，但不改复苏趋势。新冠肺炎疫情冲击以来，伴随着大规模货币和财政刺激，以及居家隔离的逐步取消，美欧经济于2020年2季度触底反弹。当前来看，美欧的经济修复均“棋至中局”，且居民部门修复快于企业部门。目前来看，美国经济疫情二次高峰基本过去，欧洲部分国家疫情明显反弹。从美国的经验后验来看，疫情的二次反复可能会扰动市场对经济复苏的预期，但只要政府没有大范围再次停止经济活动，经济复苏趋势整体将延续。

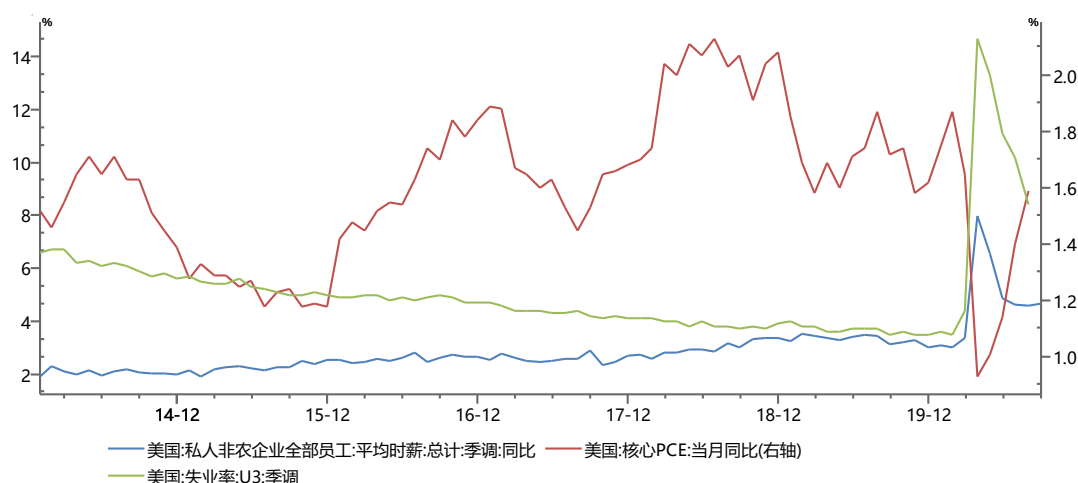
在经济逐步复苏的背景下，宽松政策的效用正在递减。美国经济复苏依赖货币宽松与财政刺激，在当前经济修复“棋至中局”的背景下，政策宽松的边际效用正在递减。货币政策方面，虽然方向上仍保持宽松，但在经济修复背景下联储或难释放进一步宽松信号，美联储9月会议声明与近期联储官员发言指出，货币宽松将长期保持，但不考虑负利率，也不准备改变资产购买的规模和结构，呼吁财政刺激，2021年票委埃文斯甚至发言“美联储可以在通胀达到平均2%之前加息”。财政政策方面，新一轮财政刺激计划仍处于“难产”状态，10月7日，特朗普在社交媒体上宣称，将经济刺激计划谈判推迟到11月大选之后，彻底打破大选前达成新一轮财政刺激的期望。

与此同时，市场对于美国大选的关注度日趋上升，主要的尾部风险存于大选后可能的“选举纠纷”。随着11月3日美国大选日的迫近，特朗普与拜登的竞选形势越发胶着。10月2日特朗普宣布感染新冠病毒，入院治疗后“火速复工”，虽然全美民调数据显示，当前拜登领先特朗普已扩大至近9个百分点，远高于2016年希拉里领先的3个百分点，但从关键摇摆州的民调来看，拜登的领先优势仍然不大，差距仍只有个位数，与2016年特朗普与希拉里支持率差距相当。此外，由于今年疫情严重，大多数选票将由邮寄形式寄出，特朗普曾多次批评邮寄投票

容易导致作弊，甚至因此拒绝承诺若败选后会和平移交权力。因此，如果特朗普败选，其可能会以邮寄选票作弊为理由向最高法院上诉，届时情况可能与 2000 年小布什与戈尔的大选之争类似，大选结果将至少延后一个月才能确定。9 月以来，11 月与 10 月的 VIX 期货价差由负转正并迅速抬升，意味着市场预期股市的高波动将延续至大选日后的 11 月与 12 月。

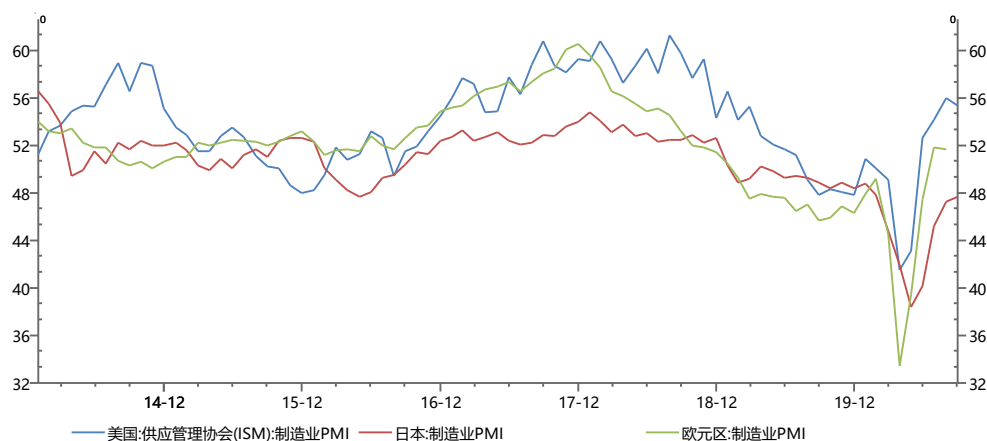
从“欧强美弱”向“美强欧弱”转向，短期美元震荡或将增加。美联储宽松幅度显著领先的背景下，疫情形势及基本面的“欧强美弱”以及欧洲复兴基金的通过，助推了美元的走弱。中期来看，美联储大放水的逻辑下美元中枢仍将向下。但短期来，随着美国二次疫情高峰逐步过去，欧洲疫情出现反弹，基本面开始向“美强欧弱”转向，短期内美元震荡或将增加，这可能也会带来黄金及大宗商品价格的波动。就人民币汇率而言，我们认为市场对于中国经济领先于全球的基本面反应过程已至中后段，同时考虑到央行近期将远期售汇的风险准备金重新从 20% 调整至 0，因此未来一段时间人民币兑美元汇率在当前位置区间震荡的概率较大。

图：美国失业率出现大幅跃升后缓慢回落，平均时薪增速回落，核心 PCE 见底反弹



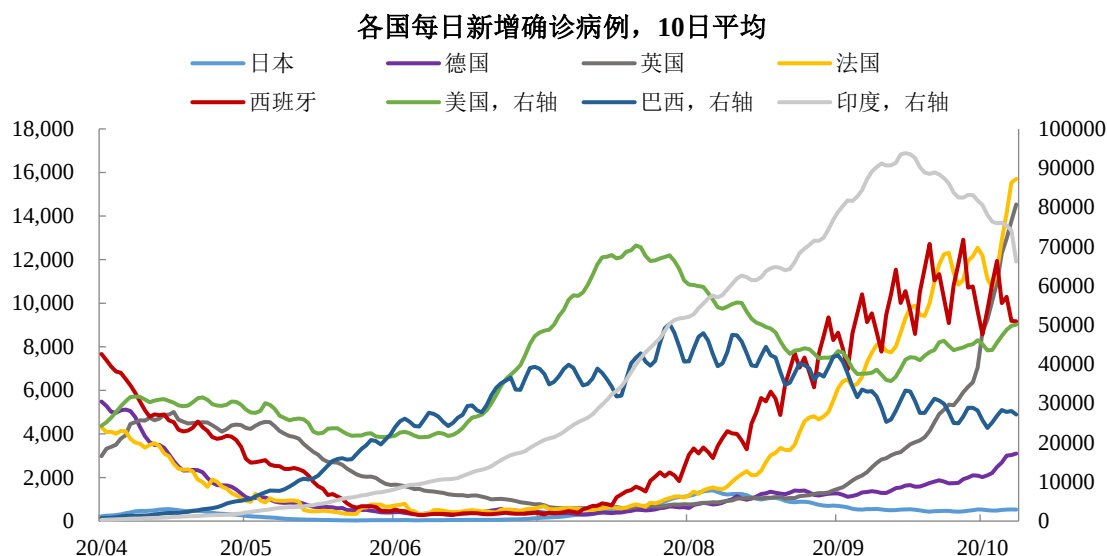
数据来源：Wind 资讯

图：三季度美欧日制造业 PMI 整体继续回升，其中美国表现好于欧元区好于日本

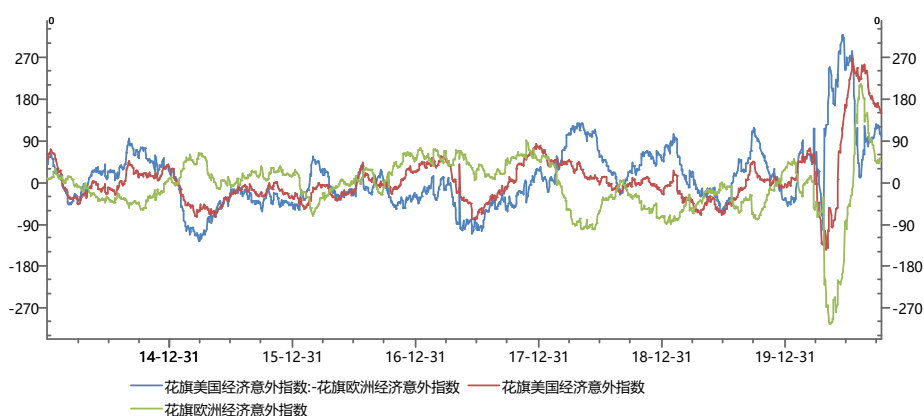


数据来源：Wind 资讯

图：9 月美国疫情再次恶化，欧洲疫情持续抬头



图：美国的花旗经济意外指数与欧元区之差在三季度再度回升，显示美国经济的恢复情况比预期更好一些



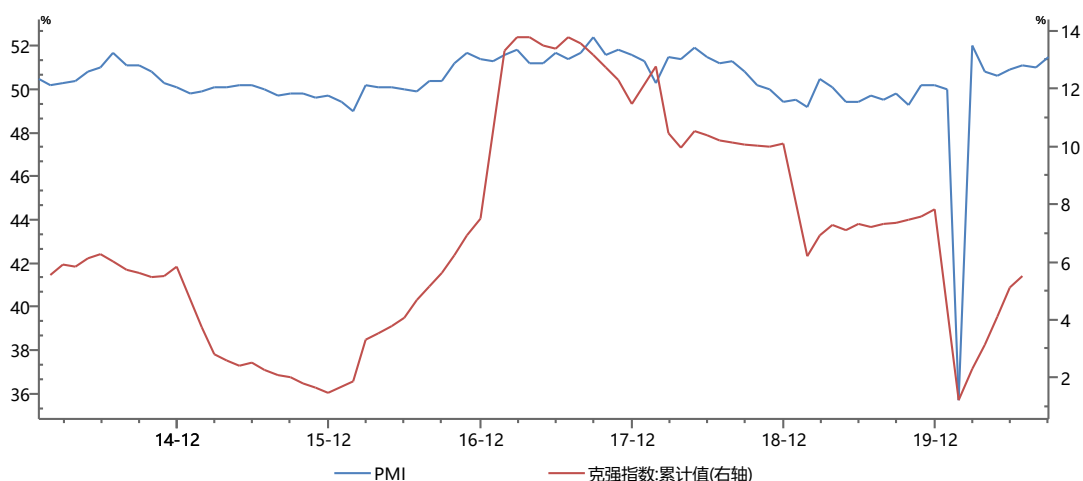
1.2 国内市场

国内：经济仍在改善通道，政策趋于中性

近期的经济数据显示国内外的经济继续处于快速恢复阶段，其中国内 8 月的社零增速自今年以来首度转正，地产景气度则受益于流动性支撑继续上行，地产产业链和汽车行业均表现良好；但同时，制造业投资增速仍处于深度负值区间，消费者信心指数也尚未回到年初高点，因此当前的经济回升势头仍待稳固和政策支持。整体上看，预计四季度国内经济同比增速将继续回升，全年有望录得正增长；结构上进口和线下消费增速有望加快，地产恢复快于基建快于制造业的格局不变。

四季度国内货币政策将继续保持观望。中国央行自5月底开始逐步回收流动性，至7月初银行间市场的拆借利率已经回归至政策利率的中枢，同时 LPR 报价已经连续 6 个月保持不变，显示了国内的政策定力；但同时，我们认为目前国内经济恢复的持续性仍有待观察且海外环境尚有较大不确定性，央行缺乏进一步收紧政策的必要性，预计在 11 月初的美国大选和 12 月的中央经济工作会议前，国内的货币政策将持续处于观望期。

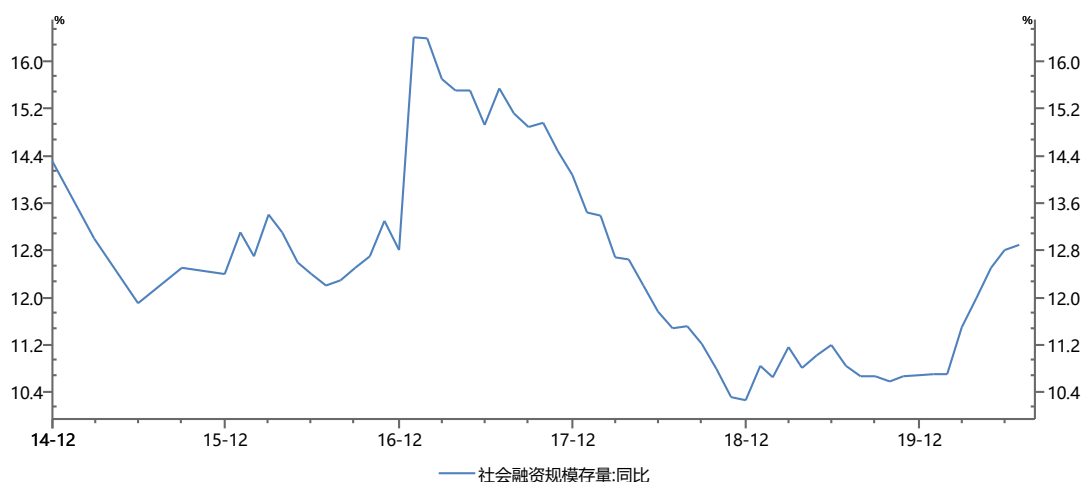
图：三季度 PMI 持续处于荣枯线以上，克强指数也出现回升



数据来源：Wind 资讯

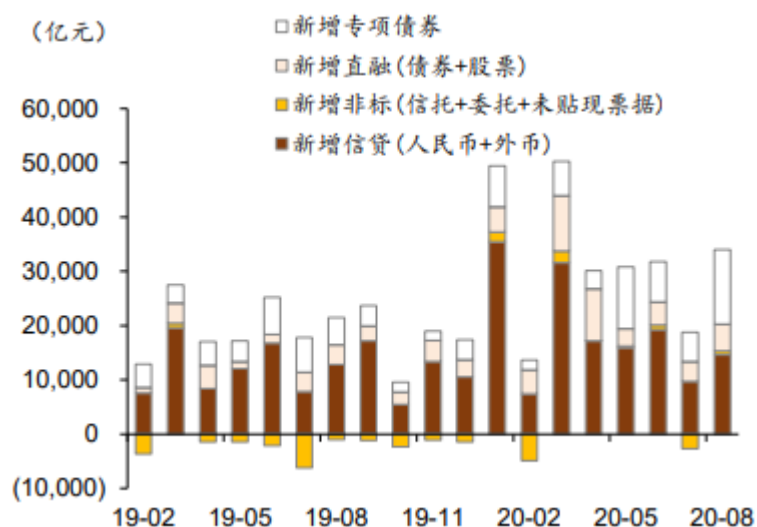
从总量看，三季度的新增社融和信贷延续相对强劲表现，社融规模大幅超出市场预期，主要是非标融资显著好于预期，显示实体融资需求较强，而表内信贷政策趋紧导致融资转向表外。从结构来看，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增；第三，M1 走高显示地产销售依然火热，也反映实体流动性继续改善，M2 走低主要系政府债券发行到拨付的时滞，相应出现财政存款同比多增。

图：新口径下 8 月社融存量增速继续回升至 13.3%



数据来源：Wind 资讯

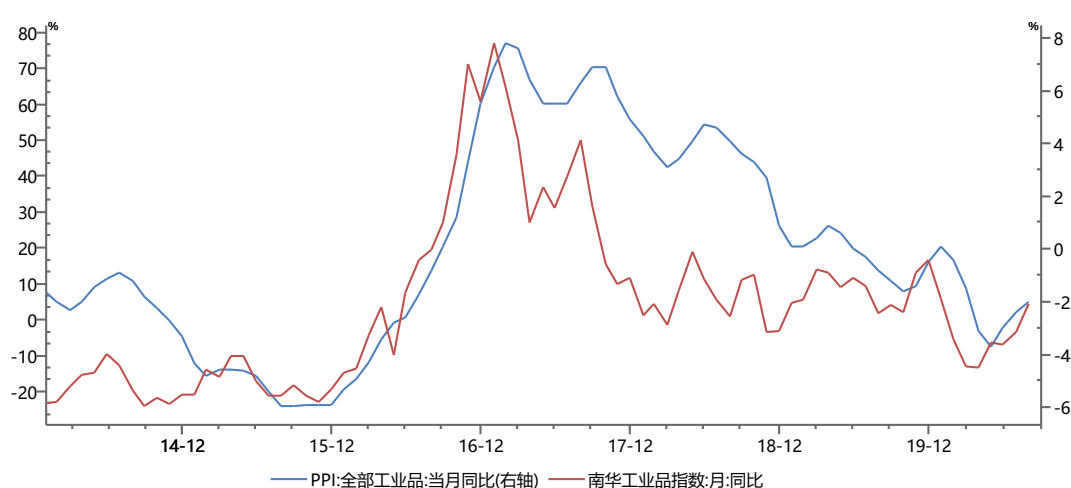
图：8月金融数据继续超预期，结构上非标融资好于预期，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增态势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网

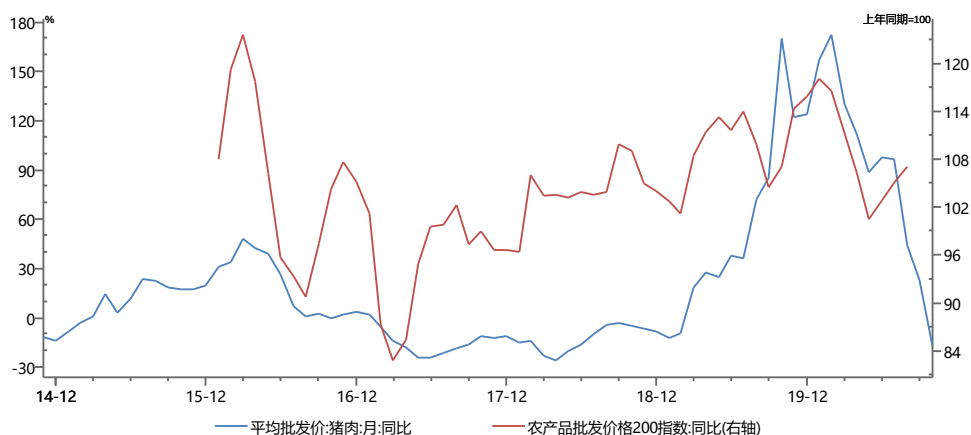
通胀方面，三季度呈现出见顶后逐步回落的态势，8月CPI同比2.4%，较7月回落0.3个百分点，PPI同比-2%，回升0.4个百分点。夏季水涝扰动消退，CPI如期下行，食品价格开始成为推动CPI走低的关键因素。核心CPI、CPI非食品同比止跌，传递总需求回暖信号，但仍相对乏力，线下消费活动的恢复、消费信心的重建仍需要较长时间。往前看，我们认为年内PPI或维持回升态势，明年上半年可能会加速冲高；若叠加疫苗推出、疫情消退，届时PPI的回升斜率或更为陡峭。

图：三季度国际油价和铜等大宗商品价格有所回落，PPI同比继续回升



数据来源：Wind 资讯

图：三季度猪肉价格同比增速继续大幅下行，农产品高频价格数据三季度则出现回升



数据来源：Wind 资讯

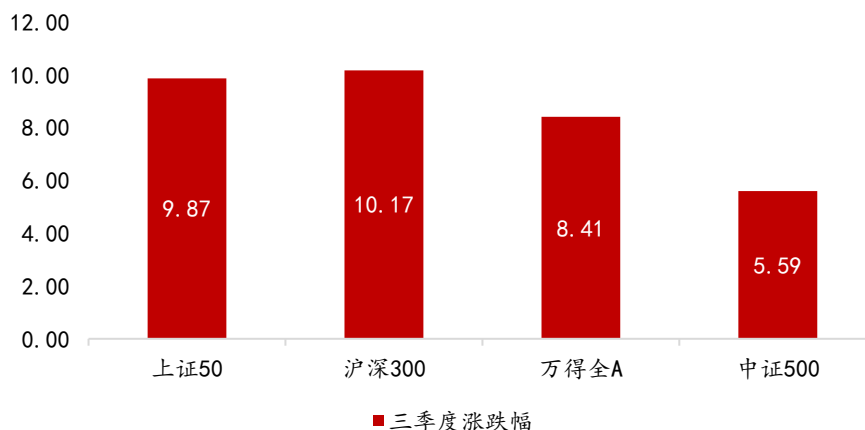
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

三季度市场回顾：股市先涨后跌，债市单边下跌

2020 年三季度，我国股票市场整体上涨明显（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 8.41%、10.17%、9.87%、5.59%）。股市呈现先涨后跌的态势，7 月初伴随增量资金的大幅入场，指数层面呈现快速上涨，但随后市场出现阶段性调整，期间宏观流动性进一步恢复中性，中美因素和外围市场波动仍形成一定扰动；其中受益流动性、估值出现明显扩张的品种调整幅度较大，而汽车、航空和保险等顺周期的板块则取得了较为明显的超额收益。

图：2020 年三季度主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

中期对权益市场保持乐观

总体而言，我们认为 A 股在四季度将走出先抑后扬的走势，对于美国大选结果的预期将成为重要的资产价格表现的分水岭，随着大选结果的逐渐清晰，政策不确定性的消除、疫苗推出的提速以及新的财政纾困法案的落地，全球经济有望迎来一轮较为强劲的共振复苏期，带动当前低估值的顺周期品种上涨，届时市场整体的风险偏好也有望回升。从近期市场的表现来看，由于民主党候选人拜登与总统特朗普之间的民调差距持续拉大，市场可能开始提前反应拜登胜选后的情形。从经济基本面观察，国内经济仍处于持续改善的过程之中，海外受到疫情二次复发以及财政刺激法案谈判遇阻的影响，就业和居民消费的改善持续性遭受考验，但疫苗和大选落地有望成为上行风险的触发因素。四季度国内货币政策将继续保持观望，海外流动性则将延续宽松态势，美国新一轮财政刺激计划能否顺利落地是主要看点，我们预计大选前新的刺激政策落地的概率已经显著降低；但在大选之后，两党对于新的财政托底计划仍有共识。四季度还需要重点关注美国大选对于市场情绪的扰动，同时疫苗的研发进展也值得密切跟踪，我们认为大选后中美关系则可能迎来阶段性的缓和窗口期，疫苗的大面积接种将有效消除民众的社交恐惧，线下消费和出行活动有望逐步恢复至疫前的正常水平。

对于权益市场而言，我们认为居民资产配置向权益类资产转移的趋势尚处于起步阶段，随着资本市场改革的持续落地，未来两个季度市场可能将迎来新一轮的增量入市资金，尤其是在海外环境的不确定性告一段落、全球实体经济的复苏态势进一步凸显的环境下，届时也将迎来新一轮的风险偏好抬升期。

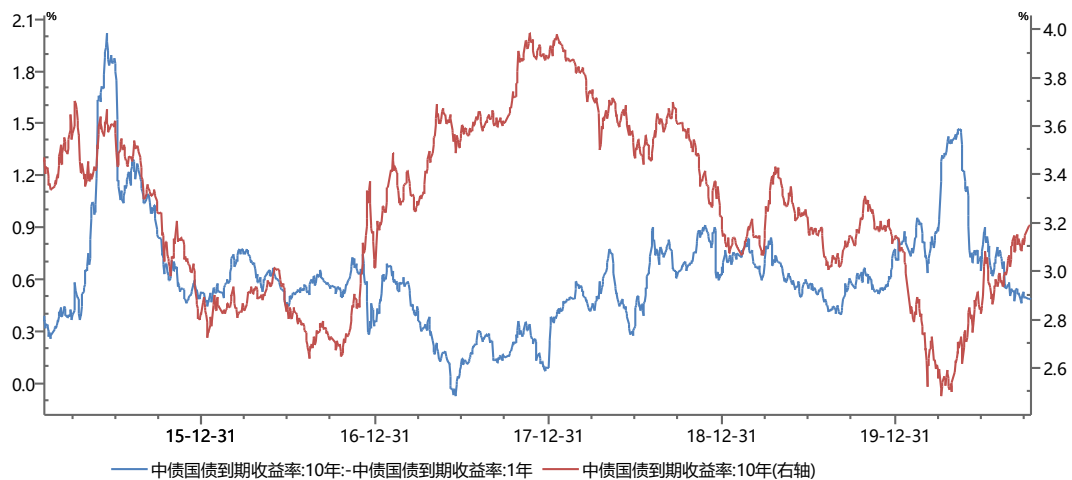
2.2 债券市场

债市仍以震荡为主

短期来看债市震荡格局仍在，主要是国内经济复苏缓慢但仍未停滞、央行货币政策重心转向防风险、监管政策如理财整改等对债市供求仍有冲击。但从整个四季度甚至着眼 2021 年一季度视角来看，利率债已经显现了较好的配置价值。建议采取票息策略，中短期为主，严控债券信用风险，不轻易下沉，利率产品则选择调整较大的期限品种操作，适当阶段操作波段。

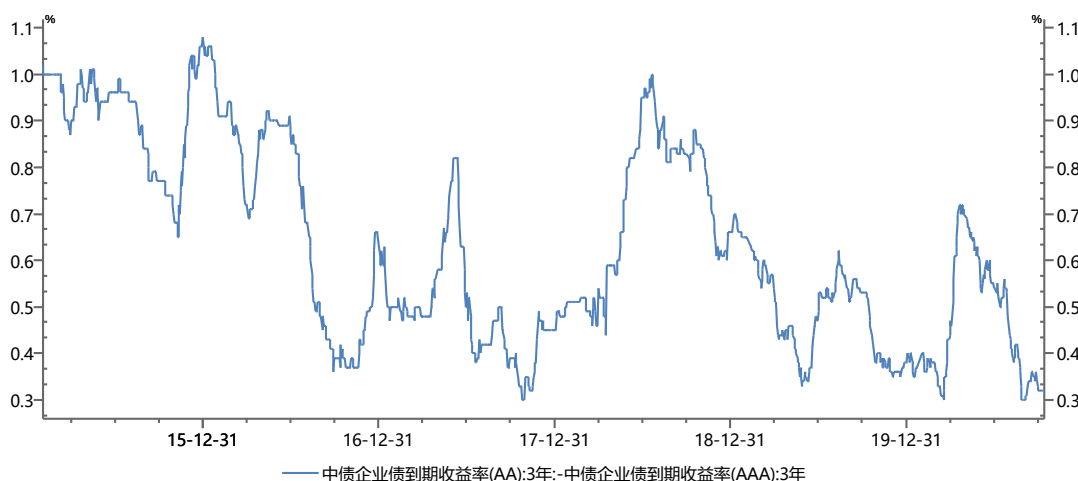
再观债市，伴随国内经济的缓慢恢复以及货币政策正常化，三季度债市整体呈现弱势震荡的格局，10 年期国债收益率持续上行。7 月央行货币政策委员会二季度例会显示货币政策正在从“宽信用宽货币”向“宽信用防风险”转移；央行连续两个月公开市场净回笼，资金利率中枢继续抬升，带动债市短端快速调整。8 月份货币维持中性，由于超储率偏低、缴税缴款因素导致资金面偏紧，经济复苏持续、社融稳中略升，十年国债利率震荡上行，收益率曲线呈现熊平走势。9 月央行加大公开市场投放力度，令资金压力缓解，但经济稳步恢复，社融大超预期，包括消费增速首次转正，债市延续下跌。三季度长端利率水平大幅上行，短端也呈现上升（10 年期国债收益率上行 33bps，1 年期国债收益率上行 47bps），期限利差明显收窄（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差缩小 15bps），信用利差收窄明显（三年期的 3A 中债企业到期收益率与 2A 中债企业到期收益率之差下行 22bp）。

图：三季度长端和短端收益率均呈现大幅上行；期限利差明显收窄



数据来源：Wind、中国债券信息网

图：信用利差也呈现明显收窄



数据来源：Wind、中国债券信息网

债券市场方面，未来经济的主要预期差将来自于海外经济的深度复苏，带动外需持续超预期，整体债市仍将延续弱势调整；但另一方面，近期针对地产融资的“三条红线”公布，同时基建增速仍低于预期，国内经济的内生动能可能在未来出现减弱，因此当前债市收益率进一步上行的空间相对有限。得益于国内经济的环比改善以及宽信用的逐步提速，我们建议重点关注部分低评级信用债的信用利差收窄机会。

2.3 港股市场

港股市场三季度回调明显，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 4.0% 和 3.7%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1）中型股（10.3%）表现明显好于小型股（4.4%）和大型股（2.4%）；2）香港本地/外资股（-0.9%）表现好于中资股（-4.4%）。

港股相对表现低迷主要是由于美国大选的不确定性、中美之间的博弈、香港疫情影响了外资对于港股的风险偏好。在三季度，全球权益市场中成长股与价值股表现明显背离，科技、医药和必须消费类指数大幅回调的情况下，价值类指数上涨明显（恒生非必须性消费指数上涨了 18.7%、恒生原材料指数涨了 16.9%、恒生资讯科技指数 16.6%、恒生工业指数上涨 12.6%）。在 9 月初，美国称正在考虑把中芯国际拉入美国的出口黑名单，理由是该公司的民用芯片存在被用于军事的风险，消息一出对港股的科技板块造成明显压制。除了外资，南向资金偏好新经济类股票，三季度港股通资金净流入 1700 亿港元。

进入四季度，我们认为，随着美国大选落地、人民币预期趋稳、全球流动性保持充裕、新冠疫苗问世、美国大规模财政政策刺激，海内外经济修复有望实现共振，市场焦点重新回到经济修复和盈利上涨中。经过三季度的调整，四季度市场上行的空间有所打开，在人民币大幅升值的前提下，恒生指数有望继续震荡上行。

主要的风险点在于：1）美国大选推迟；2）中美谈判进程和全球贸易的不确定性；3）疫情在全球范围出现大规模复发；4）人民币汇率波动；5）美国财政政策不及预期。

配置方面，我们看好：1）在国内经济复苏延续性强而海外需求渐进修复的情况下，行业配置上看好顺周期板块，其中基建产业链盈利确定性高；2）看好兼具周期盈利弹性和科技创新成长属性的先进制造业龙头，如光伏、精密机械、新能源等。该板块一方面主要受益于资本开支恢复以及主动补库存，另一方面，制造业升级具备成长性是国内构建内循环的受益者；3）前期回调明显，估值下跌至合理区间的科技、消费、医药等部分细分板块仍是配置的主线。4）大金融板块的估值修复机会，估值处于历史低位，板块面临的利空可能出尽，主动管理基金可能有板块轮动行为；5）在香港二次上市的稀缺新经济龙头。

2.4 美股市场

美股在 7 月和 8 月份大幅度上行，但是在 9 月份抑制住上行趋势，道指、标普 500 以及纳指累计上涨 7% 至 11%。2020 年三季度全球股市表现出一定的强势，其中美股在全球主要股指中表现亮眼。

市场上行的推动力主要包括：1）尽管全球经济前景仍被卫生事件再爆发的忧虑所牵制，同时科技股估值泡沫仍有爆破风险，但是全球各国通过大规模的刺激政策以保证全球市场的流动性，从而引发投资对风险资产的追捧。美国众议院议长佩洛西和财政部长姆努钦讨论了最新的民主党经济刺激方案，他们的谈判将决定是否可能在大选前实施新一轮经济刺激计划。2）主要科技股为大盘提供了一些支撑，推动标普 500 指数科技板块走高。3）由于卫生事件逐渐显现出平稳的迹象，全球各大城市纷纷取消或放宽早前严格的社会封锁隔离措施，并逐步恢复工作和消费活

动。随着气氛回暖，投资者对风险偏好的追寻引发了全球股市短暂的牛市。

拖累市场表现的因素包括：1) 喜忧参半的经济数据也抑制了市场情绪。美国 9 月制造业活动放缓，采购经理人指数从 8 月的 56 降至 55.4。2) 在美国总统大选快要到来之际，特朗普与拜登为了争取选票都会频繁作出动作。特朗普可以说是对市场更友好的候选人，但市场现在指望拜登获胜。这可能会引发一些市场波动，因为投资者会重新考虑特朗普可能连任的可能性。更糟的情况是选举结果可能引发争议，那在更大程度上甚至会推迟到新一轮刺激方案的通过。3) 卫生情况因为过早放松警惕，卫生事件在多地再度爆发，影响了社会活动正常化的进程。

展望第四季度，美国已经接近经济衰退的底部，但经济要想回到卫生事件前水平依然需要很长的时间。美国股市的波动主要是由于卫生事件再爆发、科技股的大起大落以及总统大选将近等因素导致。从短期来看，市场将会进入高波动状态，从中期来看，市场将围绕经济复苏进行演绎。

宏观经济角度，投资者面临的整体市场环境是低增长，低通胀，和低收益。在 2020 年的第四季度，随着经济活动重新开放，封锁隔离措施逐步放宽，将使得投资者越发追捧风险偏好。随着全球供应链开始恢复，消费活动也逐步正常化，股票市场的估值有望回到正常水平。尽管经济周期前景随着经济活动氛围的轻微回暖而出现好转，但复苏动力的可持续性仍然有待观望。经济基本面仍在逐渐改善，股票或成为重要的资产配置之一。在市场对经济回暖的乐观情绪以及长期宽松的货币、财政环境下，股票市场或能在四季度维持上升趋势。

盈利角度，除了逐渐临近的美国大选外，10 月中旬开始，美股将逐渐进入为期一个月左右的第三季度的业绩期，业绩情况特别是潜在意外或对市场走势产生影响，毕竟估值提前计入的预期需要基本面的确认和验证。考虑到疫情冲击主要体现在二季度，预计美股三季度业绩同样有望从二季度的低点逐步修复。

总统候选人辩论、特朗普确诊新冠等事件发生后，从公开数据显示拜登支持率提升。若最终拜登当选，其执政主张与特朗普执政有较多不同，对美元走势、美股、全球股票市场及相关板块带来不同影响：1) 美元或走弱，而国债利率和联邦基金利率将比预期更早开始恢复正常化，因关税损失惨重的企业或有改善。2) 海外收入占比较大、对所得税率较为敏感的行业如科技板块、以及劳动密集型产业将受到不利影响。3) 美股新能源板块、以及环保相关板块有望受到提振，而美股传统能源板块前景不佳。4) 美股制药板块，尤其是非处方药公司以及军工股将受到压制，教育板块以及与学生消费相关的板块或受益。当然，虽拜登当选概率在提升，选情交易是近期主线之一，但大选的结果难确认，需做好不同情况下的应对。长期看致胜的关键还是产业是否有持续向好的趋势。

2.5 原油市场

2020 年三季度油价走势回顾：

2020 年三季度油市仍处于供小于求的消化库存阶段，但库存消化缓慢。原油价格呈现冲高回落，WTI 原油价格在 40 美元/桶附近维持震荡行情，疫情成为影响油市走势的关键因素。三季度前期 7-8 月份国际原油期货价格呈现震荡上行走势，而后 WTI 原油价格持续维持在 40 美元/桶价格附近震荡，国内原油价格走势弱于国际原油价格走势。在供应端，OPEC+在减产政策下降低原油日产量 770 万桶，同时受飓风影响美国的原油日均产量下滑，供应端的收

缩对油价形成一定支撑。而在需求端，近期全球疫情形势有所反弹，美国、印度、欧洲等国家疫情形式仍然较为严重，对经济复苏和原油需求形成一定压制。整体来看近期原油价格跌破前期震荡上涨趋势，维持震荡盘整行情。

图：20 年 Q3 美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind

2020 年四季度油价走势展望：

原油价格将处于上下两难状态，有效疫苗推出将成为提振油价上涨的关键因素。在供给端，OPEC+将继续执行减产协议，并要求几个减产协议履行表现不佳的参与国将其补充减产时间延长至2020年12月底，并且承诺完全对以往过度生产数量额外减产，在减产协议支撑下油价继续下跌的空间有限。而当前原油价格临近美国页岩油的平均开采成本，价格如果进一步上升将刺激OPEC+和美国进行原油增产，对油价上涨形成压制。而在需求端，美国近期疫情反弹以及失业人数增加导致市场对经济复苏形势的担忧增加，原油需求的恢复仍然面临诸多挑战。未来原油价格上行将严重依赖于经济恢复的进度，而有效疫苗的推出和大规模推广将会带动经济快速恢复与原油需求的大幅上升，从而推升油价上涨。

2.6 黄金市场

预计四季度黄金价格高位震荡，小幅上行

2020 年 8 月份黄金市场回顾：

黄金价格在2020年7月至8月初加速上行，于8月6日达到高点后震荡回落。

我们认为2020年三季度黄金价格走势遵循三条主要逻辑：疫情数据反复、中美关系以及美国财政刺激方案博弈。

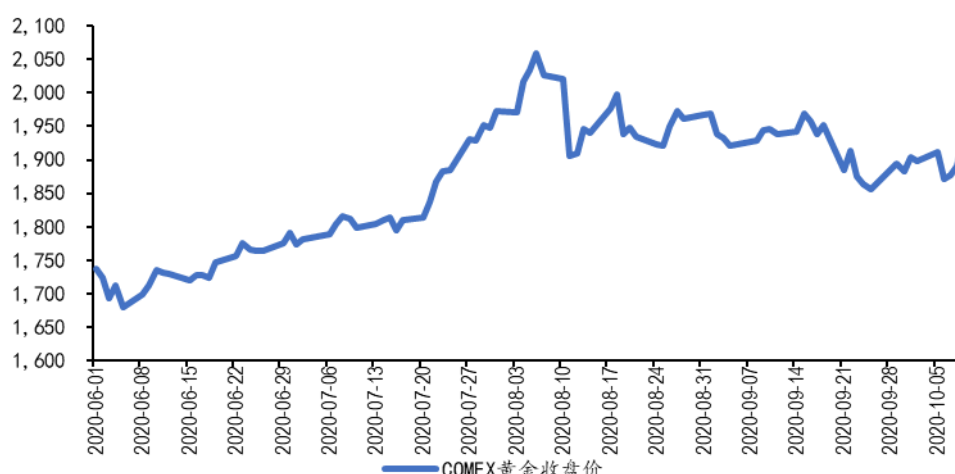
第一，国外疫情数据反复。7月至9月初，国外新冠疫情数据边际好转，使得投资者对经济恢复的预期向好。随着夏季气温上升，新冠病毒活性有所下降，以及居民对新冠病毒的防范意识有所提高，国外新冠肺炎每日新增确诊数有所缓和，例如美国新冠肺炎每日新增确诊人数在7月高位震荡之后，在8月、9月初逐步下行，从每日新增

6-7 万例左右的区间，下降至 2 至 3 万例左右的区间。同时，各国新冠疫苗的研发制造是对解决疫情的重要利好。例如 8 月 11 日俄罗斯总统普京在一次政府会议上宣布 9 月开始批量生产新冠疫苗并将全民接种，9 月 3 日 CDC 发布消息开展全国疫苗注射，强生公布疫苗 1/2a 期临床结果表现出良好的安全性和耐受性。但是从 9 月中下旬开始，国外新冠肺炎每日新增确诊数又开始较大幅度上升，例如美国在 9 月 28 日新增确诊数达 5.8 万人，使得经济恢复的前景不甚明朗，黄金价格在 9 月中下旬保持震荡略有上行。

第二，中美关系的摩擦反复。7 月下旬，中美关系的紧张度极大提升，包括但不限于休斯顿、成都大使馆人员撤出、美国制裁 TikTok 等，国际关系的不确定性拉高了黄金价格。中美贸易谈判也存在反复，原定于 8 月 15 日的谈判会议遭到特朗普的“推迟”，但在 8 月 25 日，刘鹤应约与莱特希泽、姆努钦通话，双方同意继续推动中美第一阶段经贸协议落实。在 9 月，中美之间的摩擦并未有进一步的实质性升级，国际关系的不确定性有所缓和，例如美国高官访台的挑衅并未成行、暂缓实施美国政府关于将 TikTok 从美国移动应用商店下架的行政命令等等。

第三，美国国会两党的财政刺激博弈。在美国大选选情焦灼的背景下，财政刺激方案已经成为两党在大选背景下的政治博弈工具。7、8 月以来，美国在就业领域面临财政悬崖，政策断档使得多项经济指标出现恶化。PPP 政策到期使得 8、9 两月美国永久性失业大幅度上行；特朗普通过行政命令腾挪的失业救济金于 9 月中旬到期使得美国居民收入出现下行。在此背景下，刺激方案本身有助于美国经济实现疫后软着陆并利空黄金。但政治博弈下方案落地过程的反复在极大程度上导致了黄金价格在第三季度的持续震荡。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年 8 月 6 日触顶后波动下行



数据来源：Wind

2020 年四季度黄金市场展望：

我们预计 2020 年四季度黄金整体高位震荡，小幅上行。

第一、美国大选结果存在不确定性因素，若特朗普质疑选举结果则可能引发国内大面积政治摩擦；大选前特朗普在外交领域继续升级冲突可能导致避险情绪上升；

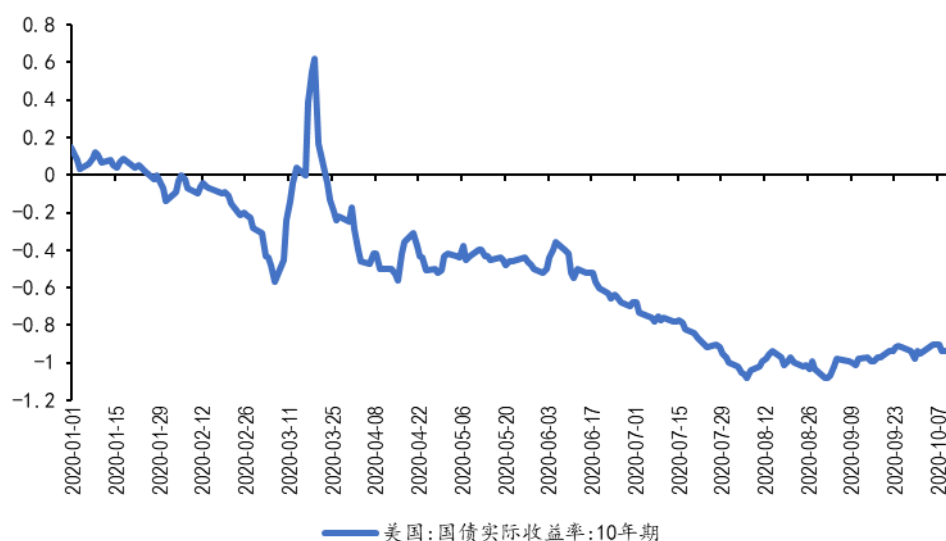
第二、英国脱欧协议也将在四季度迎来最终谈判结果，谈判过程存在反复的可能，加大谈判结果的不确定性，提升避险情绪；

第三、随着气温下降病毒活性上升，当前欧美国家疫情再次复发，每日新增确诊病例大幅提高，例如法国当地时间 10 月 3 日单日新增新冠肺炎确诊病例逼近 1.7 万例，再创疫情暴发以来新高，如果四季度开始发放并注射的疫苗效果不及预期可能推动黄金上行；

第四、美国新一轮财政刺激方案如果落地将带动黄金下行。在特朗普新冠病毒检测阳性后，白宫对更大规模的刺激方案持开放态度，众议院议长佩洛西虽然回绝了针对 Covid-19 危机打击的部分经济领域推出单项措施的想法，但美国政府再次倾向于达成大规模刺激议案。

前三项为利多因素，末项为利空因素，整体来看，大选进程仍将是主导逻辑，即特朗普采取极端手段干预大选可能引起国内大面积政治冲突甚至民主党选民游行，因此，我们对于四季度黄金走势的整体判断为高位震荡，小幅上行。

图：三季度美国国债实际收益率大幅下行触底后，低位震荡略有回升



数据来源：Wind

2.7 汇率市场

2020 年三季度汇率走势回顾：人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱。

在 2020 年三季度，人民币汇率大幅走强，美元兑人民币汇率从 6 月底的 7.0795 走强至 9 月底的 6.8101。美元指数大幅走弱，美元指数从 6 月底的 97.3841 大幅走弱至月底的 93.8480。

人民币汇率的大幅走强和美元指数的大幅走弱，是风险偏好变化的结果。在 2020 年一季度，随着新冠疫情的突然爆发，市场的风险偏好急剧下降，市场对于美元的偏好提升，美元指数上升。到了 2020 年的二季度，经济逐步复苏，市场风险偏好上升，美元指数冲高回落。到了三季度，随着美国复工的推进、中国经济的持续向好，市

场的风险偏好继续上升，美元指数回落，而中国的经济发展情况受到市场的认可，人民币汇率在三季度大幅走强。

图：2020 年三季度，人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱



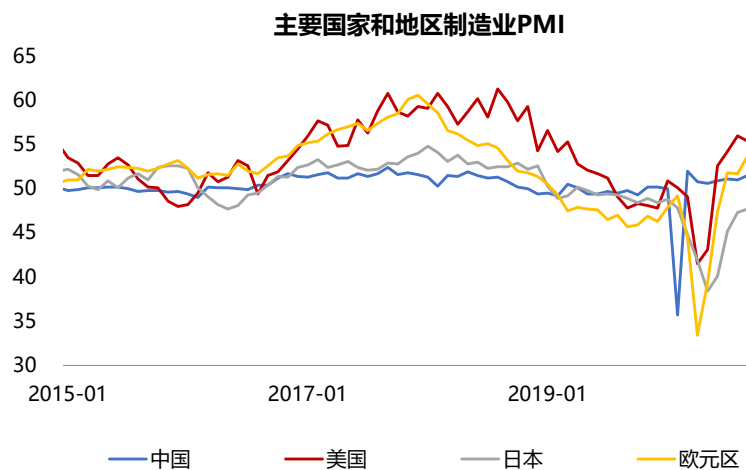
2020 年四季度汇率走势展望：预计美元指数仍有一定的向下压力，但不排除短期波动影响。

从经济的发展情况来看，在 9 月的 PMI 数据中，中国、日本、欧元区等主要经济体均出现了回升。可见，全球的经济情况出现了较好的改善。从企业的投资意愿来看，企业的投资意愿有所加强，显示了企业对于未来经济乐观的预期，以及企业本身较好的投资动机。经济的改善以及景气上行，有望提升中国市场的吸引力，从而对人民币汇率产生强烈的支撑。从利差情况来看，中美利差的相对高位，也会推动人民币汇率的走强。主要是由于高中美利差，会吸引海外资金配置中国国债，而这一点，也将对人民币的汇率产生支撑。

对于美元指数，有利点是美国的经济将会逐渐复苏，而不利点是市场的风险偏好的提升将会对美元指数的表现产生压制。

综上分析而言，在 2020 年四季度，预计美元指数仍有一定的向下压力，但也不排除中间的短期波动情况。

图： 2020 年 9 月 PMI，中国、日本、欧元区等主要经济体均出现了回升



数据来源: Wind



数据来源: Wind

图：中美利差的相对高位，将会助推人民币走强



数据来源: Wind

3 股债投资策略

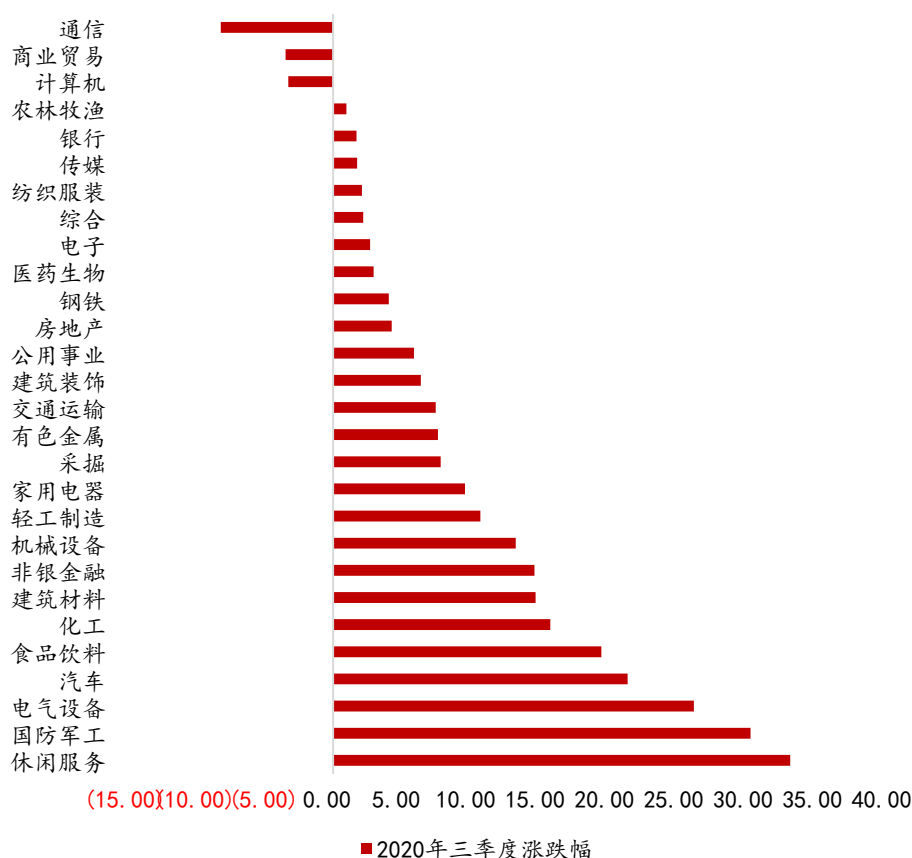
3.1 A 股投资策略

三季度市场回顾：板块普涨，休闲服务、军工和电气设备涨幅居前，通信、商贸零售和计算机录得跌幅。

2020 年三季度，上证综指上涨 7.82%，深证成指上涨 7.63%，中小板指上涨 8.19%，创业板指上涨 5.6%。

回顾三季度行情，市场走势先跌后涨，但整体估值中枢明显上移，行业景气度较高的板块受益于市场风险偏好的上行取得了较为明显的超额收益；而估值较低但行业景气度也偏低的银行、地产等品种则涨幅较小。

图：2020 年三季度行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

A 股走向判断：短期震荡上行，中期乐观看待

我们认为，大选前市场仍对海外风险有所警惕，整体仍以蓄势为主，但得益于美国大选结果的逐步明朗化，国内外的市场风险偏好可能提前出现上行。从中期角度看，虽然不同板块间均已出现不同程度的修复，但 A 股当前估值仍不算贵；同时目前看国内经济仍处于修复过程之中，未来海外不确定性逐步落地后，市场风险偏好仍有提升空间。从当前的估值水平看，截至 10 月 9 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 73%、65%、48%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2020/10/9	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位（2005年以来）										
						百分位	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	23.0	58.2	11.5	19.6	76%									√	
	WIND全A（剔除金融石油石化）	38.8	76.2	13.8	29.1	73%									√	
	上证综指(剔除银行)-中位数	28.0	66.3	16.0	28.7	48%										
	上证50	11.9	48.5	6.9	11.1	57%						√				
	沪深300	14.9	51.1	8.0	13.5	65%						√				
	中证500	32.8	92.8	16.0	33.4	48%					√					
	中小板100指数	36.7	67.7	14.5	32.0	75%								√		
	创业板100指数	66.9	137.9	27.0	51.2	87%									√	
	中小板综合	55.0	96.7	15.9	41.5	85%									√	
	创业板综合	116.7	174.9	28.1	60.2	86%									√	

数据来源：Wind 资讯、申万宏源

结构选择：重点关注低估值顺周期品种以及科技板块

风格上，我们预计四季度随着宏观经济转入深度复苏，市场风格再平衡和再通胀交易有望向纵深发展，前期相对滞涨、估值较低的品种将是较好的投资选择。与此同时，建议关注科技板块，自 7 月中以来科技板块已经调整 2 个月，部分品种调整幅度较大、估值与业绩的成长性相对匹配；若 11 月初海外市场的不确定性落地后，压制板块情绪的最大因素可能得以阶段性缓解，由此带来相关标的的反弹机会。

银行：银行业景气度回暖，基本面、估值、资金配置多重因素共振，看好四季度板块配置机遇。下半年经济边际修复，银行净利润增速有望修复，风险压力可控。复盘历史，银行板块在四季度表现较为稳健，大多取得绝对收益。当前为银行板块估值仓位双底部，且资金面在四季度有望迎来外资快速流入、被动资金发行加速、各类资金寻求稳定等多重利好，驱动板块估值修复。

电动车：我们预计欧洲电动车需求的恢复程度有超预期可能。在欧盟潜在经济复苏计划以外，法国、德国、西班牙等一系列国家已经确定将针对汽车行业特别是绿色能源产业进行重点政策刺激。主要产业链公司 Q3 业绩同比和环比均恢复正增长。Q3-Q4 电动车板块受市场影响还有反复和波动，但行业中期基本面景气度趋势依然比较明确。海外方面 9 月份大众 ID.3 开始交付，新车型成为欧洲后续销量发力点。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2020 年 3 季度，债券市场整体呈现单边快速调整的格局。7 月整体震荡，股债跷跷板+利率到达疫情前点位后停滞不前。8-9 月利率抬升，则主要是长钱不足超储率下降银行 NCD 利率回升，流动性紧张的冲击，叠加经济回暖预期。以 10 年国债到期收益率为标准，7、8、9 三月国债到期收益率分别上行 15bp、5bp、13bp，曲线整体走向熊平。

利率债方面，三季度各期限收益率均有所调整，10 年国开-国债利差于 7 月大幅走阔 23bp 至 51bp，随后小幅走阔至 57bp；期限利差基本走平，10-5 年国债期限利差大幅收窄 17bp 至 9bp，10-1 年国债期限利差收窄 15bp 至 50bp。信用债方面，不同等级信用债均有所调整，主要调整时间在 7、8 月，9 月调整幅度较小，信用利差有所收窄。

基本面方面，目前经济复苏特征：生产投资强，消费弱的格局仍然没有改观，但复苏的不平衡趋势有所缓解，房地产、基建与制造业投资的增速差在缩窄。中上游工业行业利润改善好于下游尤其是终端消费。复苏的不平衡性缓解主要是伴随国内疫情控制得当，居民就业好转和线下场景恢复，带动消费恢复，使得消费与生产的增速差未进一步拉大。四季度的经济增长可能面临环比改善的增速顶部，社融和信贷的增速也可能见顶并缓慢回落，地产面临“三条红线”和各地加码的调控政策影响，基建的发力也面临尾声，而消费恢复是一个慢变量。

资金面上，6-9月，货币政策持续收紧，R007 均值上升约 25bp，DR007 上升约 16bp，7、8 两月上行较快。目前 R007 和 DR007 尚未达到去年 12 月的 2.59% 和 2.34% 的水平，其差值约 20-30bp，主要是疫情后降 OMO 利率 30bp。整体情绪稍有悲观，但市场并不认为短端利率有很大上行空间。

政策面，宏观政策上，房地产“三条红线”和高企的政府杠杆率，住建部开会后诸多今年房价上涨过快城市陆续发布调控政策，意味着疫情后信用扩张的两个引擎“地产+基建”将逐步归于平淡，政策的鼓励重心继续在制造业、中小微企业；货币政策上，央行对短端利率有绝对的掌控力，基础货币长钱的投放目前仅能依靠 MLF 投放，预计 R007 围绕 OM07 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；更长期政策上，需要关注十四五规划，可能对下一个五年经济增速给与更低的容忍度，财政和货币政策也逐步转向要着眼于长远（2021 年政府信用尤其是赤字率将从 2020 年的超常规应对回归到中性）。

我们认为受上述因素影响，短期来看债市震荡格局仍在，主要是国内经济复苏缓慢但仍未停滞、央行货币政策重心转向防风险、监管政策如理财整改等对债市供求仍有冲击。但从整个四季度甚至着眼 2021 年一季度视角来看，利率债已经显现了较好的配置价值。建议采取票息策略，中短期为主，严控债券信用风险，不轻易下沉，利率产品则选择调整较大的期限品种操作，适当阶段操作波段。

图 1 中债国开债到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年三季度全市场信用债发行量走势符合历史上的季节性特征，毛发行 28726 亿元，净发行

2962 亿元，分别较上季度下降 3985 亿元和 9830 亿元，这一环比下滑主要是 4 月份信用债发行量受疫情影响大幅增加所致，整体看三季度的信用债发行节奏较 5-6 月份加快，单季度总发行量创历史同期新高。三季度公司债、企业债及中票合计发行金额为 15278 亿元，净融资额 4715 亿元，均呈环比下行趋势，主要是 4 月份中票和公司债的大额发行使得二季度基数较高所致。

二级市场方面，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，三季度各期限信用债收益率均有所上行，等级利差有所收窄；以 3 年中短期票据为例，7 月以来 AAA 票据收益率上行 53bp，AA+ 票据收益率上行 48bp，AA 票据收益率上行 31bp。从较长时间周期来看，经过三季度的调整后债市收益率普遍已接近 19 年 11 月初的前高，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。

图：3 年期各等级中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind、中国债券信息网

图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网

短期融资券

一级市场方面，今年三季度短期融资券总发行量为 11815 亿元，净融资为-1445 亿元，环比分别下降 1521 亿和 2940 亿，毛发行量仍保持在近五年同期高位水平。结构上看，短融中 AAA 主体毛发行量占比达 81%。

二级市场方面，三季度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 50bp，AA+短融收益率上行 47bp，AA+短融收益率上行 33bp，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。

图：1 年期各等级短期融资券收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网

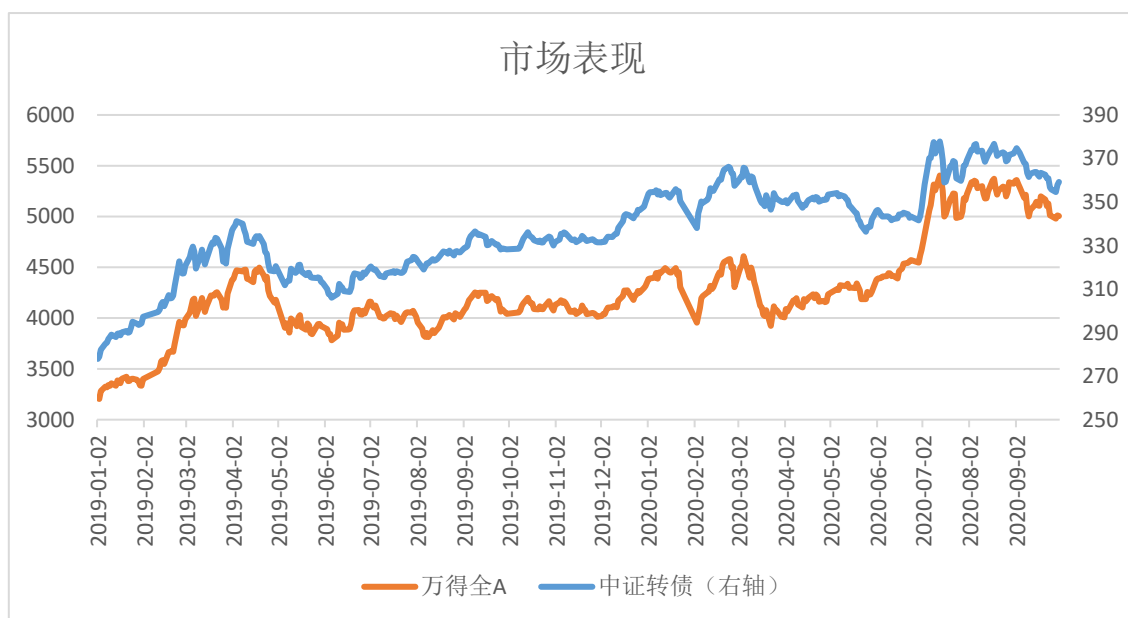
整体而言，当前市场利空逻辑尚未出尽，同时存在美国大选等不确定因素，后续走势仍存在分歧，2020 年四季度将继续坚持价值投资理念，信用债投资维持中短久期，在严控信用风险的前提下，以票息策略为主，努力增厚基金收益。

3.2.3 可转债

回顾三季度，转债及权益市场经历了 7 月份快速上涨、8 月份横盘震荡与 9 月份小幅下跌，整体表现“先扬后抑”。具体来看，7 月份受国内疫情防控取得重大成果与复工复产持续推进影响，权益市场快速上涨，转债市场跟随；8 月份权益与转债市场平稳度过中报大考与创业板注册制，整体呈震荡走势；9 月份受欧洲疫情二次爆发和外围市场调整影响，转债和权益市场有所回调。截止到 9 月 30 日，三季度万得全 A 指数上涨 8.41%，中证转债指数上涨 4.59%，中证转债指数整体表现弱于万得全 A。两者涨幅差异一方面是因为指数成分不同，另一方面是因为受到转债供给增加的影响。目前转债市场整体转股溢价率以及绝对价格位于今年以来相对中位水平。展望四季度，转债市场有望在基本面与政策面双重驱动下重回上涨态势，可具体关注以下三方面：一是消费电子方面，十月份苹果和华为的新机发布会有望提振情绪；二是顺周期行业如建筑建材、交运、有色化工行业、汽车、大金融等；

三是步入十月将进入上市公司三季报披露期，关注三季报业绩预增且基本面良好的标的。但同时需关注四季度转债供给影响，截止9月底已拿到证监会批文的转债超过700亿，四季度供给规模或较大，两支大盘转债或也在四季度启动发行，届时或对转债市场产生一定压力。

图：转债市场回顾



数据来源：Wind 资讯