



招商基金月度投资策略报告

2020年11月



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 | 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 | 15 |
| 3.2.3 可转债 | 16 |

招商基金 11 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

经济复苏延缓，等待大选落地

10 月全球疫情形势出现分化，欧洲疫情加剧及美国第三波疫情爆发；与此同时，美国大选临近，全球市场整体波动较大，投资者静待靴子落地。美国和欧洲一些主要经济体新增确诊人数已显著高于前期高峰，但死亡率相对较低；新兴市场中巴西、印度疫情形势继续好转。受疫情影响欧洲限制措施重启，10 月欧洲经济活动明显回落，PMI 跌至荣枯线以下，多数国家复苏放缓。10 月美国 PMI 继续回升，劳动力市场持续修复。日本 PMI 略高于上期，制造业修复为主要驱动。金融市场层面，10 月主要发达国家仍然维持宽松，全球货币环境依旧较为宽松。10 月以来，全球主要国家股指表现分化，大宗商品价格震荡，近期市场风险偏好普遍回落，权益类资产与大宗商品普跌，美元修复性上涨，市场波动程度加大。

美国方面，10 月美国虽然第三波疫情爆发，但经济持续复苏。美国 10 月 Markit 综合 PMI 初值为 55.5，高于前值的 54.3，刷新 2019 年 2 月以来记录。其中制造业 PMI 初值为 53.3，略低于预期 53.5，但高于前值 53.2；服务业 PMI 初值为 56，高于预期值 54.6 和前值 54.6，服务业表现略好于制造业。10 月美国劳动力市场表现亮眼，首次申请失业救济和续请人数自 10 月 19 日起连续两周超预期下降。欧元区方面，10 月制造业 PMI 表现相对稳健为 54.4，高于预期值 53 和前值 53.7，制造业整体仍保有弹性。欧元区 10 月消费者信心指数初值为-15.5，低于预期值-15 和前值-13.9，“双底衰退”担忧加深。日本方面，10 月制造业 PMI 指数为 48，高于前值的 47.7；服务业 PMI 指数为 46.6，低于前值 46.9。在全球经济复苏的背景下，外需增加，日本制造业逐步恢复。

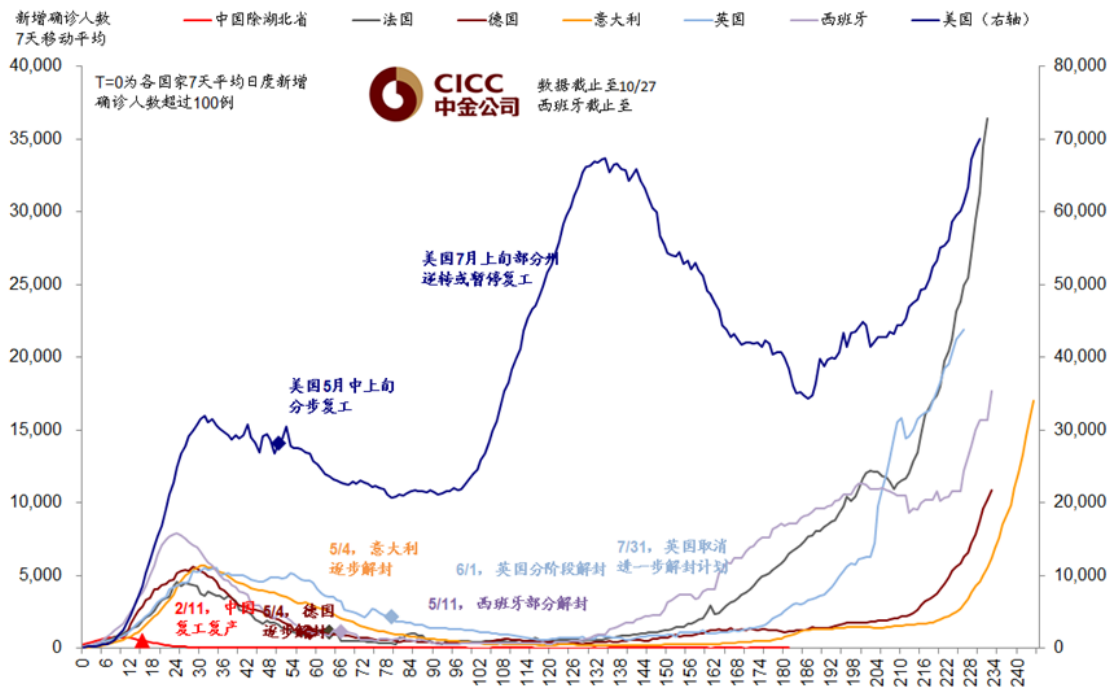
截至目前，美国大选的最终结果仍未落定，但整体轮廓渐清。我们预计民主党候选人拜登将拿下白宫，同时参议院和众议院仍分别由共和党和民主党掌控。当前的实际计票结果与此前的民调存在较大出入，“blue wave”幅度明显低于预期。受新冠疫情影响，大部分州邮寄投票限制放松，导致今年美国大选邮寄投票的比例远超往年，这成为大选走向的最大不确定性因素，我们预计最终结果仍需数日尚可完全确定。若拜登最终入主白宫，对于潜在的政策影响，我们预计后续财政刺激计划规模缩水（1 万亿美元或更低），税改政策则难以推行；而从政策的优先次序上，我们预计拜登上台先期的政策重心将在国内，包括抗疫以及恢复经济；其后政策重心将转向国外，包括重建美国的国际地位，联合盟友以制衡的方式遏制中国等等。

对于后续的海外货币财政政策展望方面，货币政策方面，10 月美联储议息会议并未透露更多增量信息，美联储将维持零利率以及开放的量化宽松政策，同时继续呼吁政府和国会加强财政政策对经济的支撑。财政政策方

面，由于两党对于财政刺激规模无法达成一致，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。我们预计在大选之后两党将重新开始就财政刺激政策进行谈判，但鉴于当前民主党重夺参议院希望渺茫，预计最终达成的财政刺激方案将低于此前的市场预期。

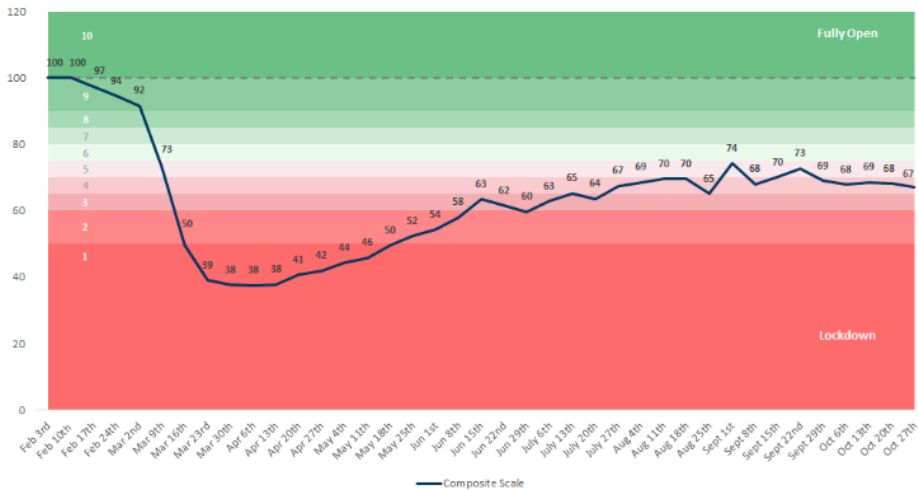
拜登上台后，较特朗普的“美国优先”政策，非美国国家面临的贸易压力减轻，对于美元指数中期的影响相对负面；短期来看，美元指数仍需视欧美疫情防控的形势变化以及疫苗推出的进度有关。

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：美国经济复工进程近期有所放缓



数据来源：Wind 资讯

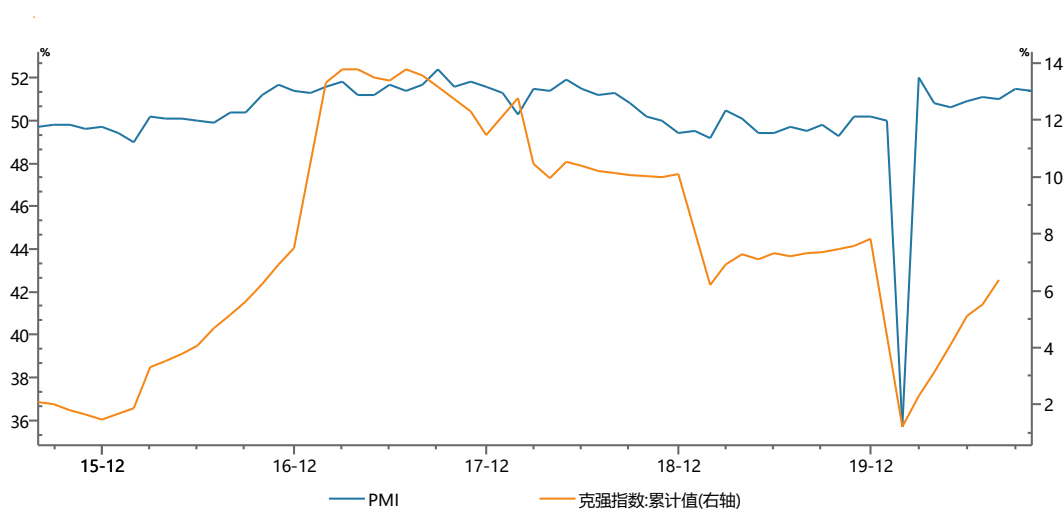
1.2 国内市场

国内：流动性维持中性，经济仍处修复期

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，实体经济仍处于复苏期，但强度边际减弱，通胀短期回落。另一方面，经济稳步恢复下，短期内降息、降准概率较低，中性货币政策仍将维持，LPR 利率将继续走平。近期召开的五中全会进一步淡化数量目标，注重提质增效，提出形成强大国内市场，形成对外开放新格局，促进国内国际双循环，以积极应对人口老龄化国家战略。

9月官方制造业 PMI 51.5%，环比回升 0.5 个百分点，仍处在荣枯线之上，显示经济修复动力仍强。分项数据显示，当月供求共振向好，线下消费与服务业继续加快恢复、基建与地产施工活动边际改善。我们预计，政策收敛的滞后效应可能在未来逐渐显现，基建与地产投资或接近年内顶部，但回落幅度仍有较大不确定性，后续需要关注消费与制造业等顺周期变量是否加快回暖；同时，在海外疫情再度爆发的情况下，国内出口的改善态势能否延续也需继续观察。

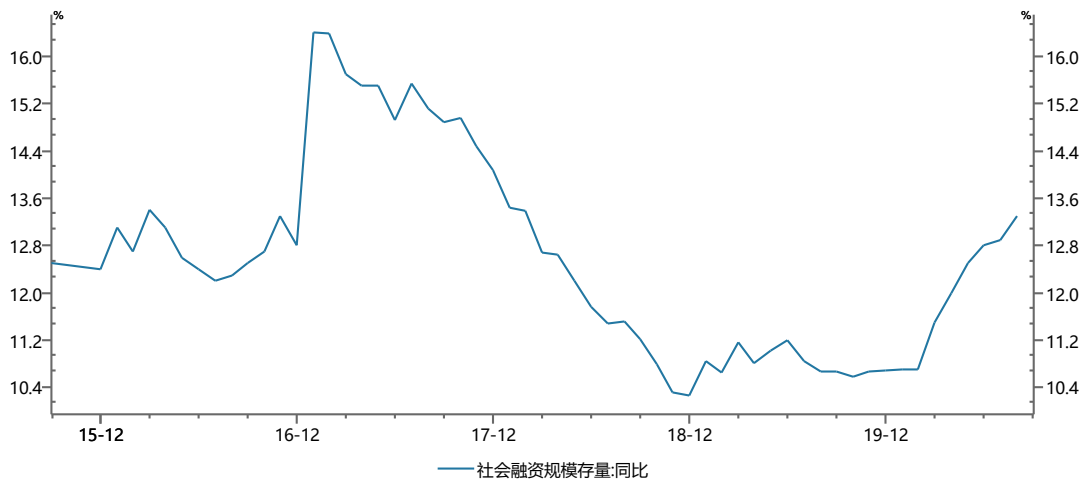
图：国内 PMI 仍维持在荣枯线以上，克强指数持续回升



数据来源：Wind 资讯

9月金融数据总量继续超出市场预期，其中社融主要源于信贷与非标融资均好于预期，显示实体融资需求较强；从结构来看，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增；此外，M2 大幅提速系信贷强劲叠加财政资金加快投放，M1 在地产销售边际弱化下回升，反映经济内生修复动能仍强。我们预计全年增速在 13% 左右，年内趋势保持向上。

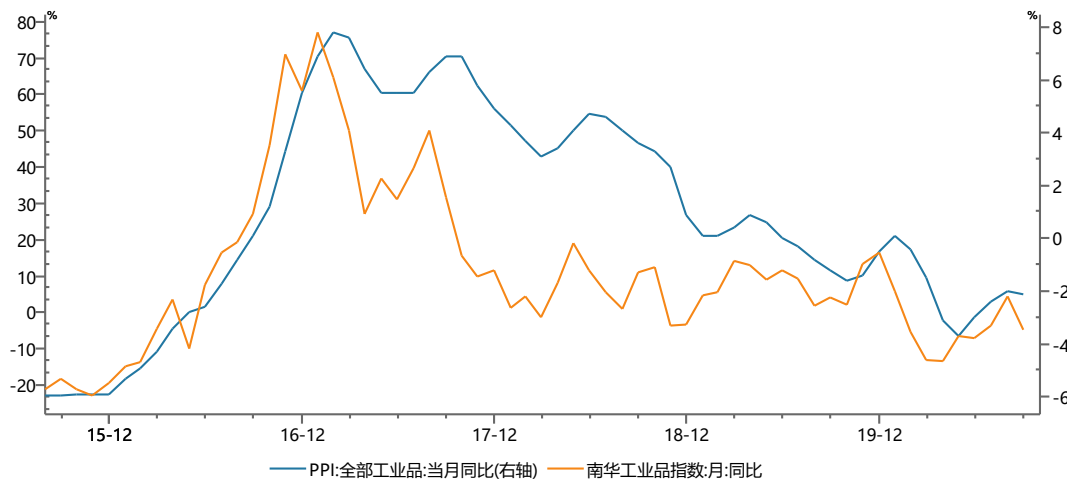
图：新口径下 9 月社融存量增速为 13.5%，较上月继续上行，但预计同比高点已不远



数据来源: Wind 资讯

9月CPI和PPI同比均有小幅回落。其中,CPI同比1.7%,较8月回落0.7个百分点,PPI同比-2.1%,回落0.1个百分点。猪肉价格仍是拉低CPI的关键项,而非食品价格回落、核心通胀低位徘徊,反映居民部门资产负债表尚未完成修复,尤其是低收入家庭消费相对乏力。四季度因猪价下行与高基数,或拉低CPI同比至1%以下。PPI回落主要受生活资料价格走弱拖累、或系下游企业为双节降价促销,而上游生产资料价格仍延续回升趋势,预计四季度PPI随经济渐进回升。

图: 9月PPI同比跌幅小幅扩大,预计四季度PPI随经济渐进回升



数据来源: Wind 资讯

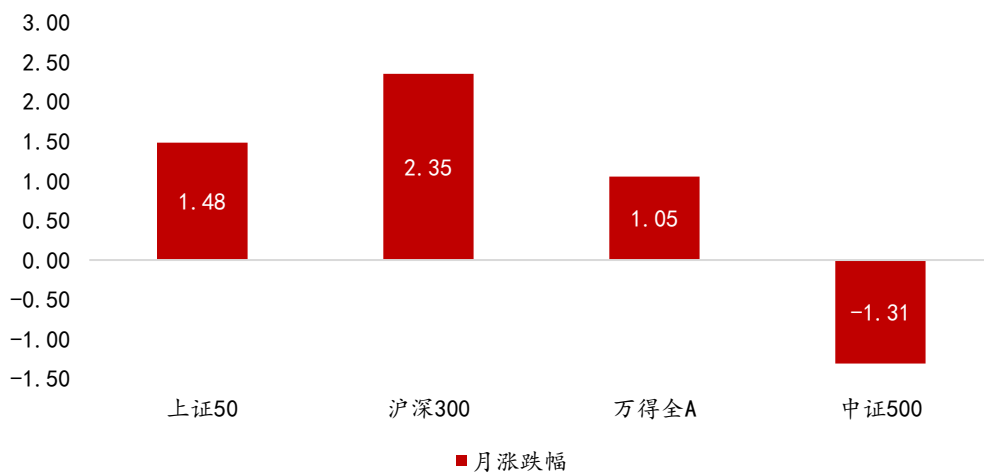
2 大类资产观点

2.1 A股市场

10月市场回顾:股市和债市均现窄幅震荡

10月，国内政策面较为平淡，海外市场在大选前震荡加剧，国内跟随波动；但市场并不缺乏赚钱机会，汽车和新能源主线持续演绎。国外方面，欧美疫情持续恶化，叠加财政刺激难以落地以及临近大选，市场心态整体较为谨慎；国内政策相对稳定，宏观经济仍处于修复通道，结构性亮点较多。板块间涨幅的分化较大，汽车、家电和新能源表现较好，免税、农林牧渔和地产跌幅居前。（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅分别为1.97%、2.58%、2.91%、1.35%）。

图：2020年10月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

权益市场仍有一定上行空间

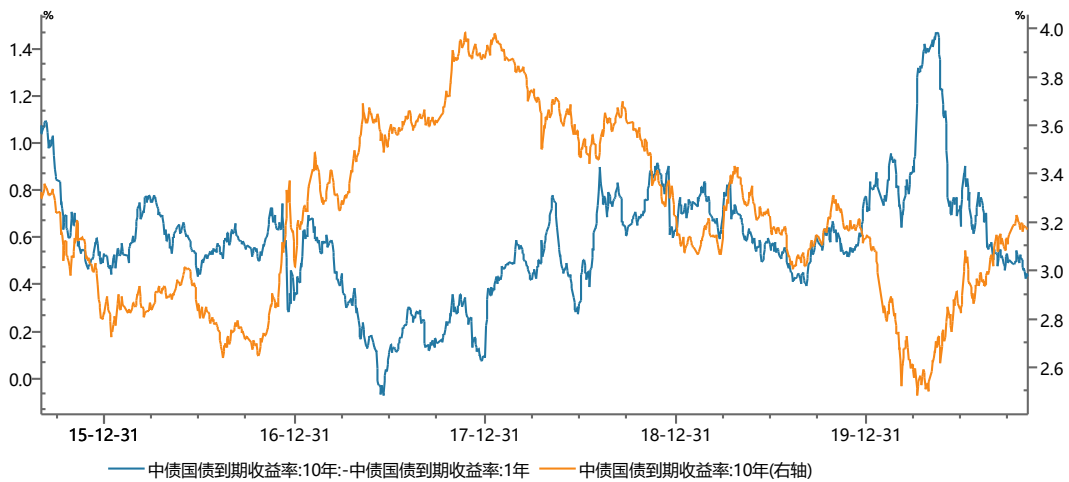
海外，拜登加分立两院的情形对于美股或是短多长空，但相较于特朗普主张的“美国优先”，拜登或致力于重建美国在全球的领导地位并停止贸易战，利好新兴市场。预计选后两党将展开新的财政刺激谈判，但预计最终规模将较此前民主党横扫情形下有明显缩水；同时仍需关注特朗普在任上最后时间对中国的施压风险。

股票市场方面，海外不确定性的降低、仍在改善态势的宏观环境以及尚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，部分受益于宏观环境回暖、景气度走高的行业仍有较好的结构性机会；而受到美国财政刺激推出力度有限的影响，全球的再通胀交易可能面临一定压力，部分强周期品种的投资逻辑有所弱化；但对于部分估值较低的行业，在临近年末的估值切换窗口期，仍可积极关注。

2.2 债券市场

10月份，国庆之后由于经济持续复苏、股市反弹，叠加央行资金净回笼，债市小幅下跌；随后，基本面利好增多，央行重新净投放，叠加利率债供给回落，债市回暖；最后一周，受缴税冲击影响，债市震荡下跌。1年、10年期国债收益率环比分别上行8BP和3BP；1年、10年期国开债收益率环比分别上行1BP、下行6BP。

图：长端收益率处于震荡，期限利差小幅下行



数据来源：Wind、中国债券信息网

债市短期仍有分歧，中长期机会明显

从基本面看，四季度经济复苏强度有所减弱，社融增速和基建投资等或接近高点。从资金面看，年末财政支出将加快、债市供需格局明显改善，预计 11 月资金面较 10 月有所改善。信用债方面，在经济供需均继续改善的情况下，可继续积极关注部分板块的信用下沉机会。

2.3 港股市场

10 月恒生指数上涨 2.8%，恒生国企指数上涨 3.9%，在全球主要股指中表现靠前。10 月，美国两党就财政刺激政策的谈判仍未达成一致，双方对相关细节存在分歧，预计大选之后仍会面临长时间的谈判。而欧美疫情再次爆发，多国出现封城现象，影响市场对全球经济修复的信心。而国内金融市场流动性维持稳定，预计未来一段时间“稳货币”仍将延续。

展望 11 月，在海外疫情反复，而国内经济继续改善的背景下，中资股基本面将渐进修复。目前美债利率与美元指数维持低位、人民币稳中有升，港股市场有望继续外资回流，对港股形成有力支撑。随着美国大选落地，投资者风险偏好逐渐上升。板块配置上，（1）顺周期板块有较好盈利确定性，制造业投资有明显修复，关注先进制造业板块。同时，继续关注十四五规划所带来的主题型机会，如光伏产业链以及现代农业发展等。（2）继续关注金融板块利空出尽后的配置机会，如保险行业。（3）消费数据持续回暖，而年底疫苗上市或对可选消费有进一步的催化作用，逐渐关注汽车、餐饮、酒店等。（4）中美关系仍有较大不确定性，可关注回归受益的港股互联网软件板块。

2.4 美股市场

美股 10 月大幅度下跌。标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别下跌 2.77%、4.61%、2.29%，在全球主要股指中表现居中。本月美股波动显著上升，主导市场表现的因素包括新冠疫情反弹、美国科技企业财报无

惊喜、美国总统大选将近、财政刺激计划难产。

因新增病例数飙升，且华盛顿财政援助议案的不确定性令美国经济复苏前景变得黯淡。从市场参与者的角度来看，不确定性导致他们进行观望。但是在 11 月初，美国大选结果揭晓可能一定程度上减少不确定性，但股市短期风险仍居于高位，欧洲等地再次实施的限制措施使近期欧元区经济前景恶化，股市很可能会盘整或回调，除非医疗应对疫情方面出现快速突破。从总体来讲，疫情风险和经营环境的不确定性，美股市场会面临巨大挑战。

盈利预期角度，美股已披露 318 份三季度财报，其中 271 份超出预期，超预期率高达 85.2%。估值角度，目前美股正处于高估值水平。配置角度，在短期美国总统大选临近，国际市场不确定性因素在增多，对美股保持相对谨慎的态度。在中期，大选后，预计美股市场或重拾增长，预计高成长标的表现或将继续优于价值股，科技、消费板块有望继续领涨。核心配置在消费、科技、医药行业，规避了能源、原材料，低配金融、房地产行业。

可能出现的风险，第一，估值过高是市场核心风险点；第二，美国财政刺激方案如未能通过，将对市场有一定负面影响。第三，美国总统大选结果发生意外冲击或大选结果推迟，市场将面临回调。第四，疫情发展出现恶化，疫苗效果低于预期等。

2.5 原油市场

2020 年 10 月油价走势回顾： 2020 年 10 月份在产量下降以及欧美疫情反弹的影响下，油价走势一度出现大幅回落的趋势，进一步上行空间受限。WTI 原油期货 10 月份均价为 40.07 美元/桶，较上月上涨 1.03%，而较前三月下跌 2.12%。由于 10 月以来受美国总统特朗普感染新冠肺炎、以及欧美等国疫情再次爆发的负面冲击，原油价格一度出现大幅回落。而 10 月 OPEC+ 的月度会议再次重申所有参与减产的国家应该达到 100% 减产执行率，减产执行不到位的国家需要在 2020 年 12 月以前进行弥补，随着 OPEC+ 产油国继续释放减产信号，以及飓风导致墨西哥湾原油产量下滑，使原油供应端再次趋紧。而同时因中国原油进口数据维持强劲，有助于推动原油需求回升，但市场担忧近期全球疫情感染病例激增将导致全球经济陷入新一轮的封锁措施，进而导致对能源需求的预期下降。总体来看，全球疫情蔓延对油价形成压制，国际原油价格十月处于震荡行情。

图：20 年 10 月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

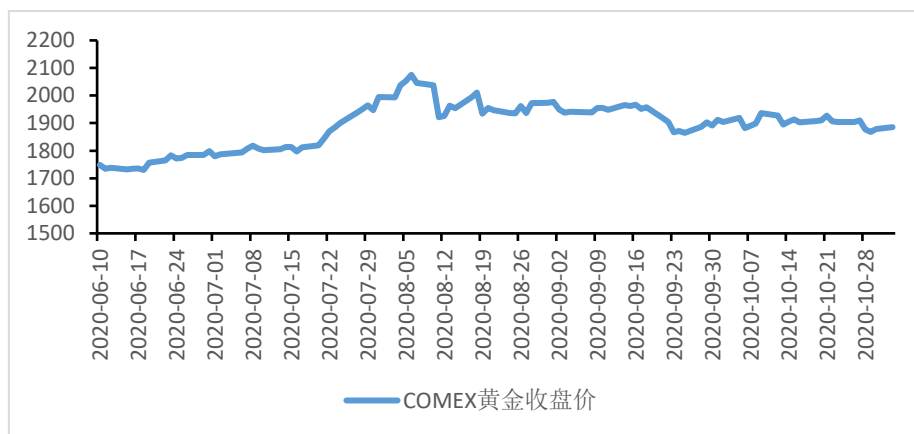
2020年11月油价走势展望：海外疫情出现二次爆发、并对经济复苏的不确定性影响加大，对石油需求端的恢复形成一定压力，预计11月油价维持震荡走低的趋势。随着北半球秋冬季节到来，欧美国家出现了较大规模的疫情二次爆发，防控措施持续升级将重新对经济恢复形成拖累。而OPEC+产油国关于后期的减产计划未明确，虽然美国墨西哥湾地区的海上钻井平台出现关闭，但其延续性存有较大不确定性，而美国的原油库存或将再次出现大幅回升。疫情影响的持续扩大将使市场需求再度下降的风险加大，并且美国大选对油价也产生一定影响。大选日临近，目前民调拜登持续领先于特朗普，若拜登当选可能将停止对石油行业的联邦补贴，意味着高成本的页岩油供给将退出，而伊朗或委内瑞拉的供给或将复出，短期可能对油价造成较大波动。综合来看，短期内国际原油市场缺乏较大的利好消息，预计11月油价维持震荡走低的趋势，WTI原油期货价格将维持37-44美元/桶的区间震荡。

2.6 黄金市场

预计11月黄金价格高位震荡，阶段性上行

2020年10月黄金市场回顾：黄金价格在10月份整体震荡，小幅下行。10月30日收盘价为1878.8美元，较9月30日1890.9美元的收盘价小幅收跌0.6%。月内高点于10月9日收1936.3美元，低点于10月27日收1867.9美元，单月整体变动幅度较小，以震荡为主，符合此前预期。我们认为2020年10月黄金价格走势主要遵循两条逻辑：一是10月末疫情复发引发极端避险情绪；二是大选不确定性阶段性下降。

图：COMEX黄金价格指数在2020年10月波动下行



数据来源：Wind、招商基金

2020年11月黄金市场展望：我们预计2020年11月Comex黄金价格走势的判断是整体高位震荡，小幅上行。

第一、美国大选存在不确定性，特朗普仍存在绝地翻盘的可能性。今年大选可能出现较大的选举争议，表象的争议来源于今年因疫情原因比例空前高涨的邮寄选票，实际来源为特朗普可能拒绝接受败选结果导致的政治风险，邮寄选票只不过为特朗普可能否认结果以及发起司法诉讼的行为提供了借口，其中诸多不确定性将利好金价。

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，谈判结果的不确定性将提升避险情绪。但整体来看，我们仍然看好英国能够在过渡期结束前达成一揽子（或局部）协议从而避免硬脱欧。脱欧洽谈对金价的影响可能更多是区间震荡而非趋势性行情。

第三、疫情反扑带来各国封锁措施升级，同时可能倒逼欧、英央行加码宽松。目前欧洲主要国家和美国应对第二波疫情的措施相较春季仍较为宽松，未明显影响企业生产，但后续疫情加剧可能带来封锁措施升级。疫情的不确定性和货币政策加码宽松的预期将利好黄金。

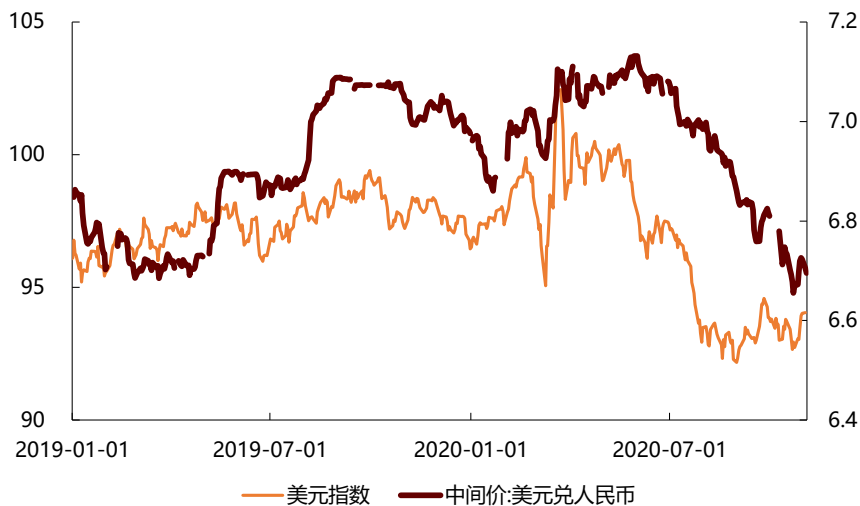
2.7 汇率市场

2020 年 10 月份汇率走势回顾：人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走强。

在 2020 年 10 月份，人民币汇率小幅走强，美元兑人民币汇率从 9 月底的 6.8101 走强至 10 月底的 6.7232。美元指数小幅走强，美元指数从 9 月底的 93.8480 小幅走强至 10 月底的 94.0175。

人民币汇率的小幅走强和美元指数的小幅走强，可能是经济发展情况叠加风险偏好变化的结果。在 2020 年的三季度，出于对中国出口市场的看好和美国疫情的担忧，人民币经历了一轮较大的升值，而同期美元指数出现了较大的下跌。而在 10 月份，中国的出口优势持续，因此人民币在 10 月份依旧出现了小幅的升值。虽然美国的疫情仍旧严重，但前期的经济刺激政策发挥作用，美元指数在 10 月份出现了小幅上升。

图：2020 年 10 月份，人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走强



数据来源：Wind、招商基金

2020 年 11 月汇率走势展望：美元指数的波动不确定性较大。

从经济的发展情况来看，在 10 月的 PMI 数据中，美国、欧元区、中国等主要经济体的 PMI 均保持在荣枯线以上，显示了全球主要经济体较好的经济发展形势和复苏情况。预计短期内，中国的出口优势仍将继续，且海外的需求有望出现一定的回升。因此，预计人民币汇率在 11 月份走弱的可能性较小。但同时也看到，人民币汇率在三季度已出现了一轮较大的升值，且考虑到海外的经济体也处于继续恢复的过程中，人民币汇率短期继续快速升

值的可能性不大。

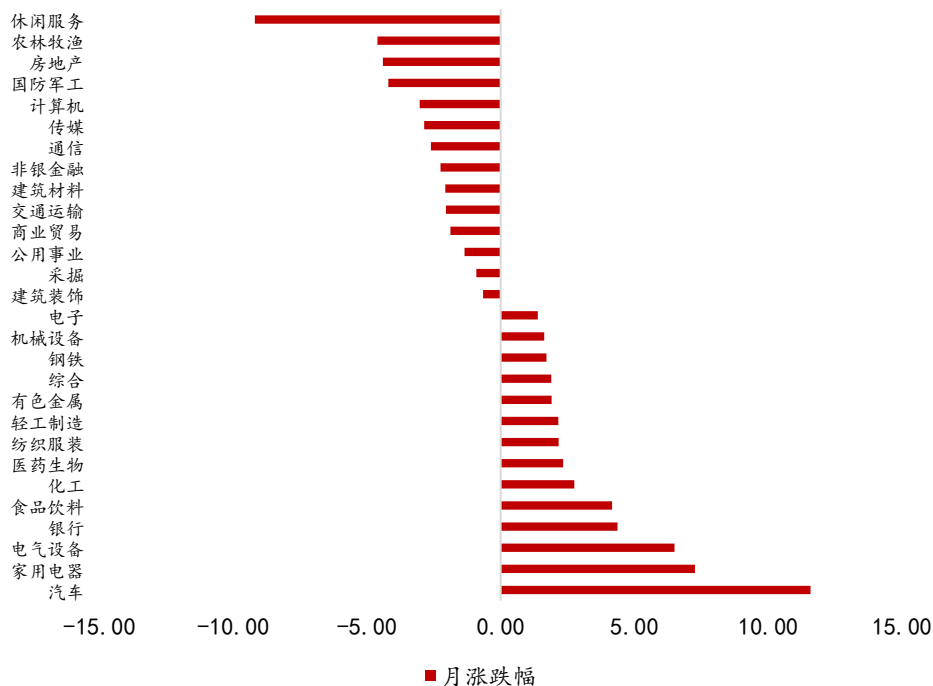
对于美元指数而言，11 月份的美国大选将是重要的扰动因素，总统选举结果的不确定性使得美国未来的政策也存在一定不确定性。因此，虽然美国的经济数据出现了一定的向好，但受制于选举的情况，美元指数的波动的不确定性较大。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

10 月市场回顾：市场结构性机会较多、整体震荡；汽车、家电和新能源表现较好，免税、农林牧渔和地产跌幅居前。2020 年 10 月份，上证综指上涨 0.20%，深证成指上涨 2.55%，中小板指上涨 3.40%，创业板指上涨 3.15%。回顾 10 月行情特征，国内政策面较为平淡，海外市场在大选前震荡加剧，国内也出现一定波动；但市场并不缺乏赚钱机会，景气度持续走高的汽车和新能源成为行情主线。行业层面，板块间分化较大，汽车、家电和新能源表现较好，免税、农林牧渔和地产跌幅居前。

图：2020 年 10 月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

A 股走向判断：海外不确定性落地后，震荡上行仍有空间

我们预计，未来一段时间处于国内政策的空窗期，美国大选仍是最主要的影响变量，市场将耐心等待大选结果落地。我们认为在全球经济仍有望进一步修复的情况下，对于 A 股盈利驱动、估值合理的品种可以重点关注。下一阶段继续关注美国大选和新冠疫苗研发进展等事件进展。结构上，建议关注低估值的价值风格、行业景气度持续走

高的新能源板块以及调整到位、受益海外资金回流的部分核心资产标的。从当前的估值水平看，截至 10 月 30 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 68%、61%、39%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

| 主要指数 | 2020/10/30 | 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% | | | | | |
| WIND全A | 21.7 | 58.2 | 11.5 | 19.6 | 67% | | | | | | | | | | | | | | | |
| WIND全A (剔除金融石油石化) | 36.1 | 76.2 | 13.8 | 29.2 | 68% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上证综指(剔除银行)-中位数 | 26.5 | 66.3 | 16.0 | 28.7 | 44% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 上证50 | 11.4 | 48.5 | 6.9 | 11.1 | 51% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 沪深300 | 14.4 | 51.1 | 8.0 | 13.5 | 61% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中证500 | 30.3 | 92.8 | 16.0 | 33.4 | 39% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 创业板100指数 | 33.6 | 67.7 | 14.5 | 32.1 | 59% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 创业板100综合 | 63.2 | 137.9 | 27.0 | 51.4 | 81% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中小板综合 | 47.8 | 96.7 | 15.9 | 41.6 | 71% | | | | | | | | | | | | | | | |
| 创业板综合 | 98.5 | 174.9 | 28.1 | 60.5 | 82% | | | | | | | | | | | | | | | |

数据来源：Wind 资讯、申万宏源

结构选择：关注科技股的估值修复机会以及低估值品种的补涨

板块上，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，拜登若顺利当选，中美关系有望重回传统竞合关系，部分双方存在较多共同利益、涉及核心技术较少的科技产业链有望迎来显著的估值修复行情。

消费电子：更看好苹果产业链消费电子白马：1) 迎接电子换机周期：Q2 正式启动换机；2) 看 1-2 个季度的确定性。银行：四季度有望迎来估值切换行情，宏观经济仍处于修复通道，银行面临的利润指导压力降低，明年报表利润有望迎来增长，当前估值处于历史低位，部分银行业绩增速和盈利改善预期强，结构性品种的机会较多。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2020 年 10 月，债券市场整体呈现迅速调整后有所反弹的趋势。此前导致债熊的因素依然没有改观，如资金面仍然不佳，R007、Shibor 隔夜全月平均利率仍有小幅上行，同业存单 1 年期利率仍在小幅上行，这导致短期限利率债和信用债都有小幅调整；基本面仍然继续上行，最新的各项宏观数据仍大部分在修复，但高频数据有所分化，30 大中城市商品房成交数据同比下滑，但乘用车批零数据进一步回升，对应的半钢胎开工率回升，重点电厂发电耗煤量同比增速下滑，同时叠加欧洲疫情再度爆发引发更严厉的疫情管控和美国的财政刺激政策迟迟未能推出的原因，债市自 10 月中旬以来迎来了一波做多，债市整体期限曲线趋平。

利率债方面，10 月各期限收益率涨跌不一，大部分为回落，10 年国开-国债利差于 10 月大幅收窄 9.5bp 至 47.7bp；期限利差方向不定，5-1 年期限利率压窄，10-5 年国债期限利差大幅走扩 11.1bp 至 20bp。信用债方面，1 年期各等级信用债有所调整，2-5 年信用债各等级收益率基本下行或走平，信用利差进一步收窄。

基本面方面，目前经济复苏特征：从 9 月单月数据看，呈现了地产、基建退，消费、制造业进的局面，金融数据中，中长期贷款的比例较高，且社融存量增速进一步回升，出口和生产双双景气，工业增加值增速回升至 6.9%，

进出口增速双双创本轮复苏以来的新高。市场关于经济基本面的主要关注点在出口、制造、工业生产的景气持续度，以及地产、基建会否进一步下行。10月官方制造业 PMI 51.4%，环比回落 0.1 个百分点，第 8 个月处在荣枯线之上，好于市场预期。经历两个季度恢复后，10 月 PMI 终于迎来了小幅回落。分项来看，PMI 生产指数 53.9%，环比回落 0.1 个百分点；新订单指数 52.8%，持平于上月。10 月新出口订单指数 51%，环比回升 0.2 个百分点；进口指数 50.8%，环比回升 0.4 个百分点。出口订单指数创近两年新高。PMI 显示经济仍处修复过程中。

资金面上，10 月资金面持续收紧，且月末上升明显，R007 均值上行 16bp 至 2.57%，与去年 12 月水平类似，DR007 均值上行 7bp 至 2.24%，DR 与 R 的利差达到了 33bp。10 月 NCD 的到期量较高推动 NCD 继续小幅上行。目前 R007 和 DR007 已达到去年 12 月的水平，资金利率水平基本为疫情后新高，整体资金情绪稍有悲观。

货币政策方面，人民银行自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调为 0，同时近期人民币对美元中间价报价模型中的“逆周期因子”将淡出使用。人民银行行长在金融街论坛上讲话称，货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。财政政策上，落实财政资金直达机制。

我们认为受上述因素影响，短期来看，经历一波小反弹后，博弈债市反弹的胜率和赔率都有所下降，未来对债市的冲击因素主要仍是短端资金利率的影响，海外美国大选也成为近期大类资产的主要影响因素。**中期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。**

信用策略方面，票息策略相对拥挤，建议久期中短期为主，不过多追涨，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

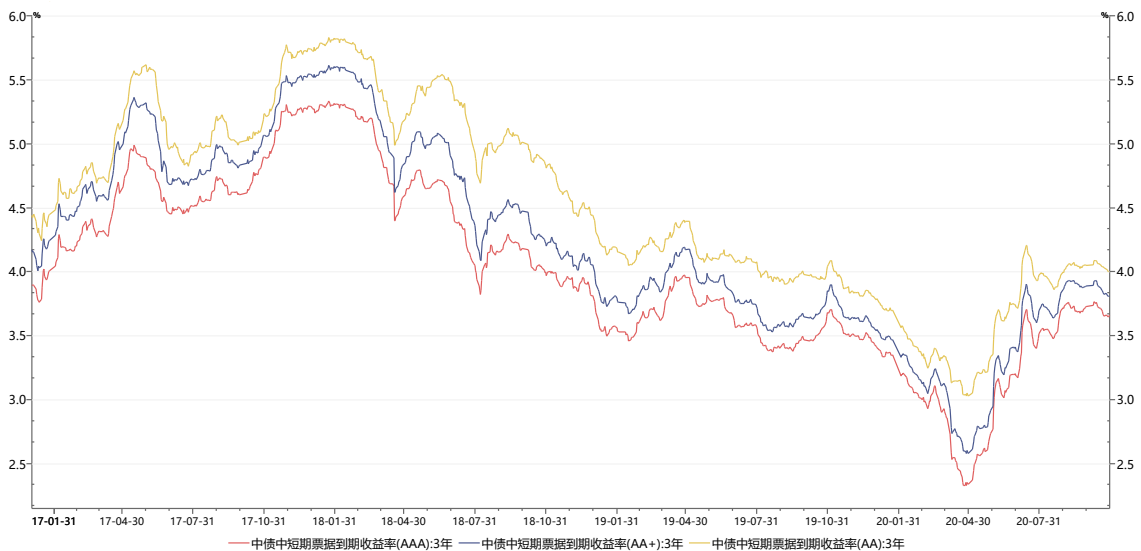
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 10 月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 9798 亿元，净发行 1122 亿元，分别较上月小幅上升 167 亿元和 710 亿元，整体看 10 月信用债发行规模与 9 月相近，较 8 月高点有所下降，其单月总发行量仍创历史同期新高。10 月份公司债、企业债及中票合计发行金额为 5223 亿元，净融资额 1902 亿元，较 9 月份仅呈小幅下滑趋势，与总体发行表现的规律一致。

二级市场方面，市场对基本面和货币政策的预期已较为充分，利率波动进入横盘阶段，10 月份各期限信用债收益率变化不大且涨跌互现，以 AAA 级中短期票据为例，10 月以来 1 年期 AAA 票据收益率上行 7bp，3 年期收益率下行 7bp，5 年期收益率上行 1bp。从较长时间周期来看，经过第三季度的调整后目前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、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年 10 月份短期融资券总发行量为 4045 亿元，净融资为 -807 亿元，环比分别上升 439 亿和 636 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，10 月份短融收益率亦变动不大，仅呈小幅上行趋势，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 4bp，AA+短融收益率上行 4bp，AA+短融收益率上行 2bp，考虑到调整最快的阶段已经过去，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



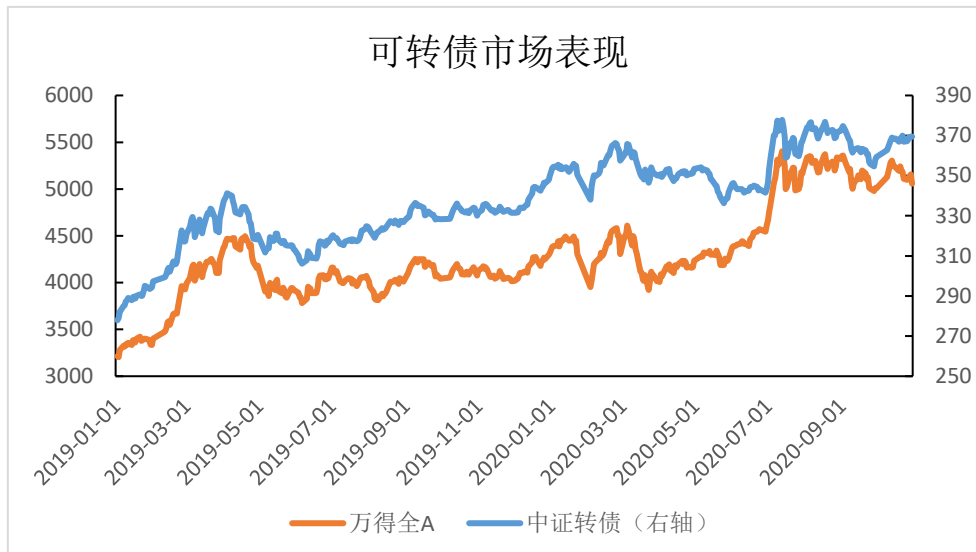
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

整体而言，当前市场在存单利率上行、美国大选博弈趋于激烈、欧美疫情二次爆发、人民币边际走强等诸多逻辑叠加下，后续走势仍存在分歧，2020 年四季度我们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

截止到 10 月 30 日，10 月万得全 A 上涨 1.05%，中证转债上涨 1.85%。10 月以来权益市场走势可以分为两个阶段。第一阶段为十一国庆后前三天，市场风险偏好明显升温，股市强势反弹。快速反弹的原因主要是十一期间消费数据超预期。但股市的强势反弹并没有持续，从 10 月中旬起股市开始持续震荡下跌。这一阶段出现比较明显的板块分化，银行、食品饮料、家用电器、汽车板块逆市上涨，而农林牧渔、医药、休闲服务和化工板块出现较大跌幅。10 月转债市场整体估值（转股溢价率衡量）小幅上升，目前基本处于今年以来较低水平。随着转债市场均价逐步上涨，转债市场个券逐步分化，中高弹性个券更容易获取较高收益，低弹性个券反而表现一般。本月转债涨幅居前的板块为通信、计算机、纺织服装、汽车和化工。展望后市，一方面宏观经济持续复苏、企业盈利好转加大正股中期上涨概率；另一方面，短期内转股溢价率大幅抬升可能性不大，但有较强支撑。因此，对未来转债市场走势判断整体偏乐观，具体可以关注三条主线。第一是景气度上行，业绩改善（三季报）同时有安全边际的品种；第二是十四五规划有望明确的双循环主线；第三是基本面和成长性良好，前期回调较为充分，目前被低估的品种。

图：转债市场回顾



数据来源: Wind 资讯