



招商基金月度投资策略报告

2020年12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	8
2.1 A股市场	8
2.2 债券市场	8
2.3 港股市场	9
2.4 美股市场	10
2.5 原油市场	11
2.6 黄金市场	12
2.7 汇率市场	14
3 股债投资策略	15
3.1 A股投资策略	15
3.2 债券投资策略	16
3.2.1 利率产品	16
3.2.2 信用产品	17
3.2.3 可转债	18

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

大选靴子落地，疫苗超预期进展

11月美国大选靴子落地，但民主党未能如市场预期的横扫两院，使得拜登交易受挫；但随后辉瑞等新冠疫苗的临床三期的效果明显好于预期，引发了金融市场的资金流向的剧烈震荡，全球避险情绪明显降温，资金大幅流入非美发达国家和新兴市场，全球多个股指升至历史高位，工业金属大涨、黄金承压。但与此同时，欧美疫情持续加剧，使得局部封锁再度出现，经济活动强度指标阶段性下降。

从宏观经济基本面数据观察，美国方面，11月美国PMI超预期反弹，经济保持复苏态势，但劳动力市场复苏放缓。考虑到美国政府的“大流行失业援助”计划（PUA）和“大流行紧急失业补偿”（PEUC）计划都将于12月26日到期，若年前无法达成新一轮的财政刺激法案，则美国就业市场恢复前景将有所承压。

欧洲方面，欧元区生产、消费复苏不及预期，通货紧缩压力增大，经济或进一步衰退。由于欧洲多数国家已采取了严格的疫情防控措施，线下服务性消费再度受到负面影响，欧元区连续五个月消费者信心复苏陷入停滞。日本方面，11月日本Markit制造业PMI初值48.3，低于前值48.7；PMI依旧低于荣枯线显示经济复苏较为缓慢，经济活动水平仍低于疫情前水平。

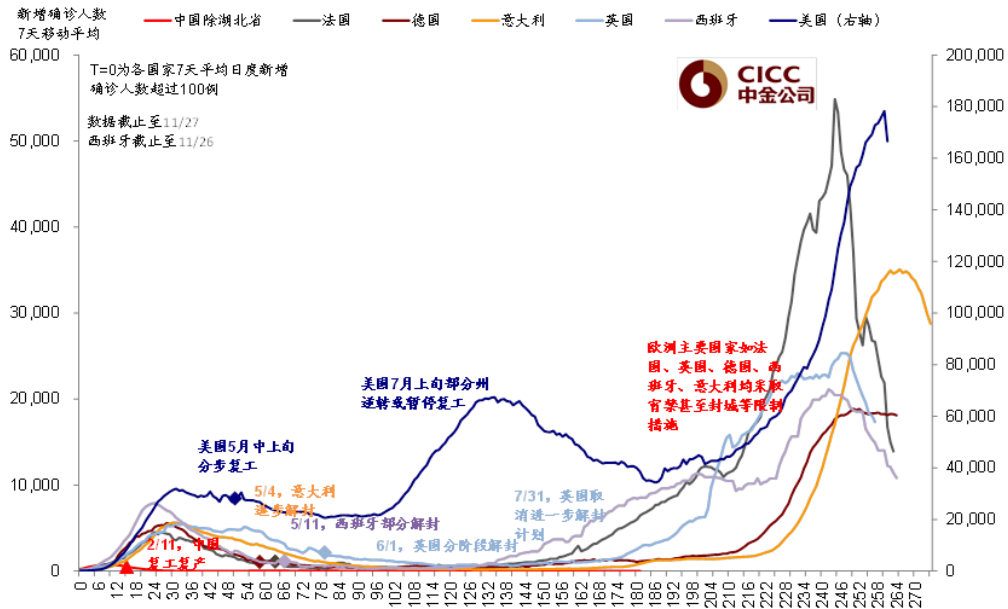
我们认为，拜登政府上台后的首要任务仍是采取有效的防疫措施、促进疫苗的广泛接种以及达成新的财政刺激以纾困经济。拜登目前公布的“抗击新冠”计划包括推广疫苗、推行全民免费新冠检测，推广口罩等。而就财政刺激法案而言，近期随着大选结果基本落定，两党谈判也取得了一定进展，民主党松口称愿意在9000亿美元的基础上进行谈判，而共和党内部对于缩水版财政刺激法案的共识也在强化，我们认为这一法案年内达成的概率正在上升。而就此前拜登主张的增税政策而言，虽然参议院的最终归属将留待1月5日佐治亚州的两个参议员席位的决选结果，但大概率两院分立的局面仍将维系，增税主张难以在两院通过。

就美联储的货币政策而言，鉴于财政谈判的僵局，近期美联储官员释放了在12月议息会议上调整QE结构甚至加快QE速度的信号；我们认为这仍在较大程度上取决于财政谈判的进展，当然整体而言，这一轮美联储采取的适应性的货币政策取向仍将得以延续，宽松货币政策的退出时点尚难以见到。而前美联储主席耶伦被拜登提名为下一任美国财长，也令市场吃下了一颗定心丸，参考疫情期间耶伦公开场合的发言，其曾多次呼吁财政政策应起到关键的作用；同时，考虑到耶伦在其学术和美联储任职生涯中对于就业问题的高关注度，美国就业市场目前复苏缓慢、结构性问题凸显，耶伦上任后大概率会倾向于发挥财政政策和货币政策的协同作用以进一步促进就业。

我们认为，鉴于美国财政赤字的压力、美联储延后退出宽松的货币政策以及美国近期仍在恶化的疫情数据，美元

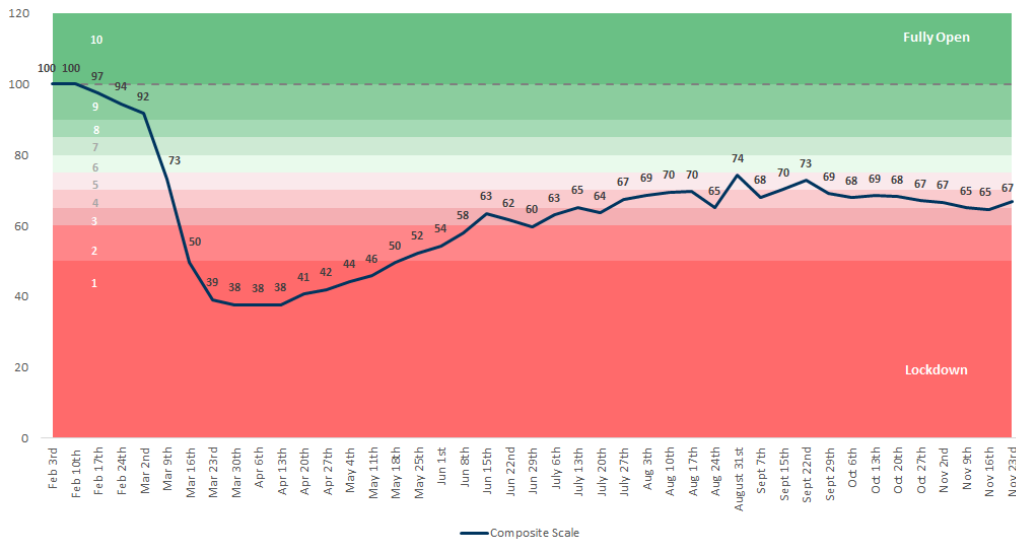
在中期走弱的概率仍较大。同时拜登上台后，较特朗普的“美国优先政策”，非美国国家面临的贸易压力减轻，对于美元指数的影响相对负面。

图：美国疫情数据再度大幅恶化，欧洲地区的新增病例数暂时见顶



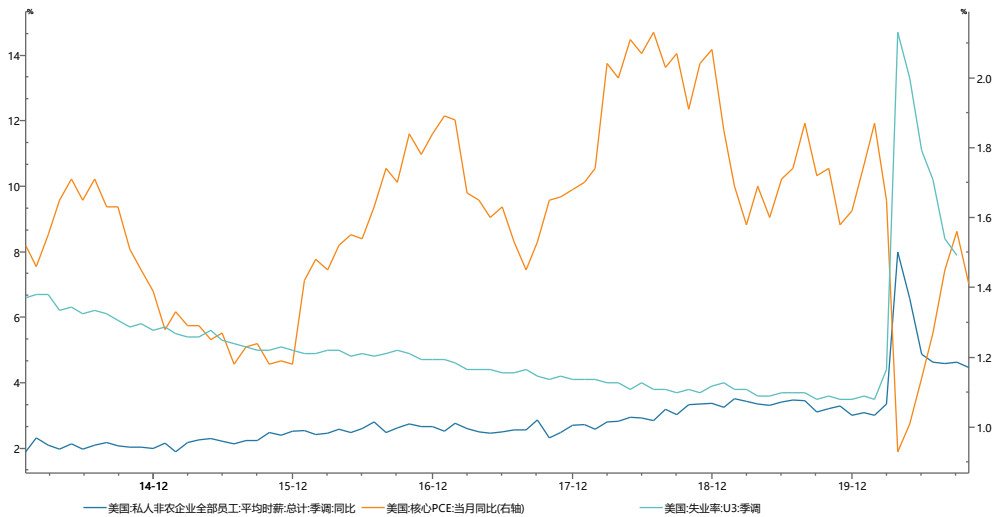
数据来源：中金公司

图：美国经济复工进程近期有所放缓



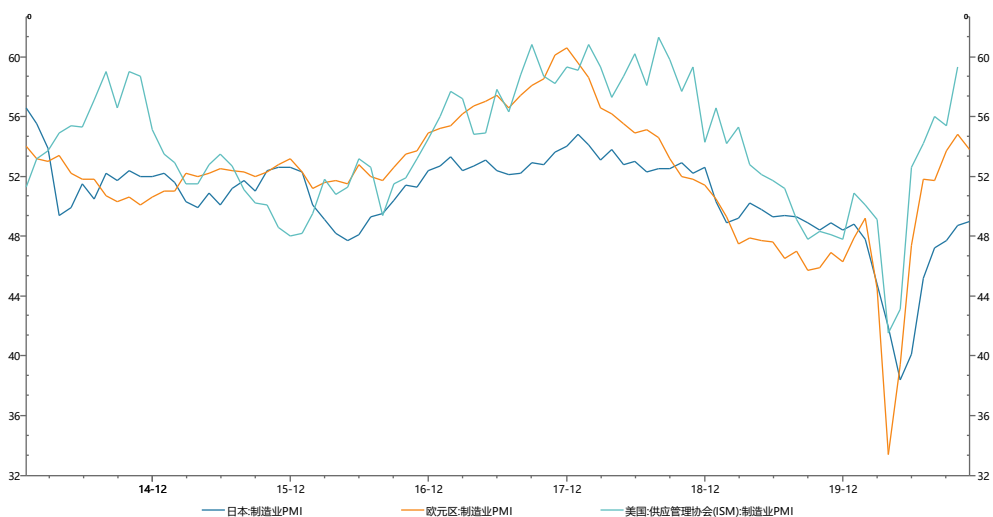
数据来源：Wind 资讯

图：2020年10月美国失业率从高位继续回落，平均时薪增速小幅回落，核心PCE大幅回落



数据来源: Wind 资讯

图: 2020 年 11 月日本制造业 PMI 较前值继续回升, 但美欧较前者出现回落



数据来源: Wind 资讯

1.2 国内市场

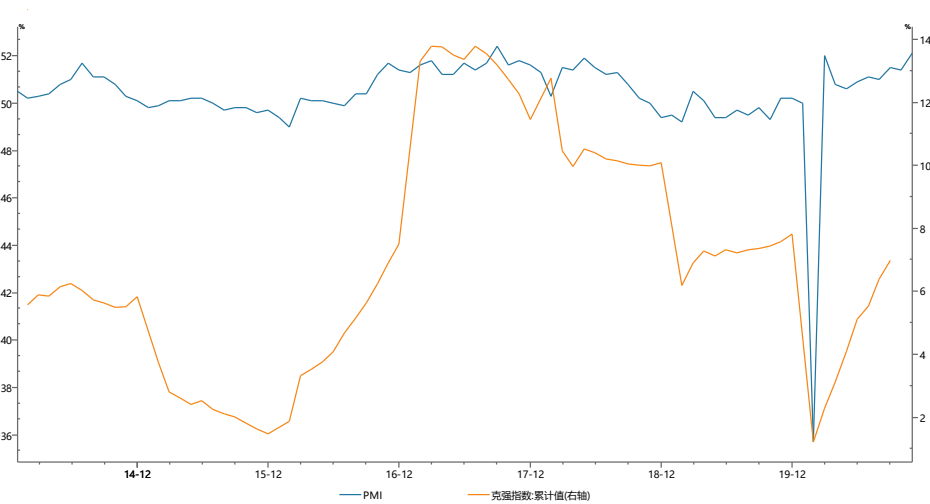
国内: 流动性维持中性, 经济仍处修复期

国内, 政策和财报数据仍处于空窗期, 需要关注 12 月中下旬中央经济工作会议对于明年财政和货币政策的定调。本月爆发的永煤债的违约事件令债市对于低资质信用债的风险偏好陡然降低, 同时银行间市场的流动性趋于紧张; 而对于结构性存款的持续性压降也使得中小银行的同业存单发行利率持续走高, 显著偏离了 MLF 的利率中枢。在此背景下央行在月初超额续作 MLF 显示货币政策无意在当前进一步趋紧, 人民币的显著升值压力也制约了国内的政策收紧步伐。国内经济仍将处于修复期, 由于海外疫苗接种仍需时间, 而信心的率先恢复可能令欧美启动部分行业的补库周期, 出口产业链的景气度尚可维持; 地产方面, “三条红线”对于行业的负面影响尚待时间

显现，短期内在加快开工和竣工的情况下，后端地产链的景气度仍相对较高，前端销售的韧性犹存。

11月官方制造业 PMI 52.1%，环比上升 0.7 个百分点，第 9 个月处在荣枯线之上，经济修复动力有所增强。分项看，制造业供求双升、结构继续改善，内需拉动作用有所增强，价格大幅回暖，行业景气度向上游材料类与下游消费类倾斜；服务业继续修复；基建弹性不足、地产韧性较强。我们预计，国内整体经济仍处于修复通道，未来需要密切关注海外需求以及国内线下消费的进一步恢复情况。

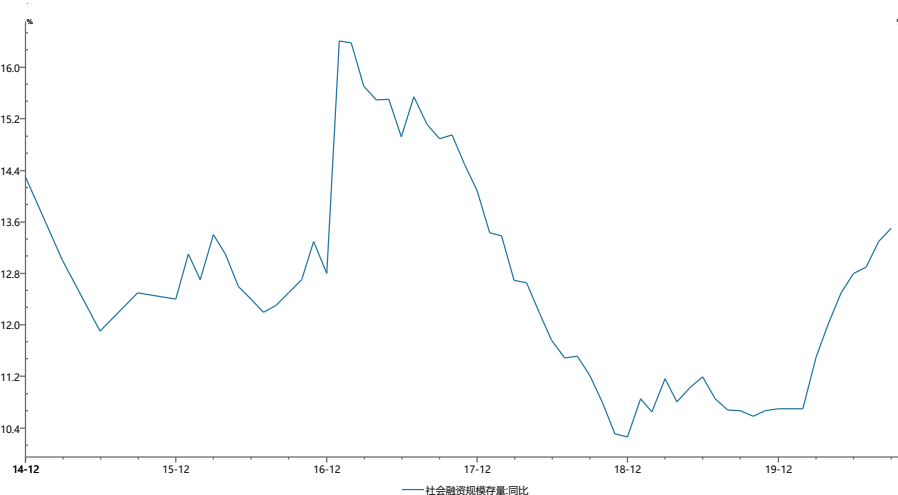
图：国内 PMI 仍维持在荣枯线以上，克强指数持续回升



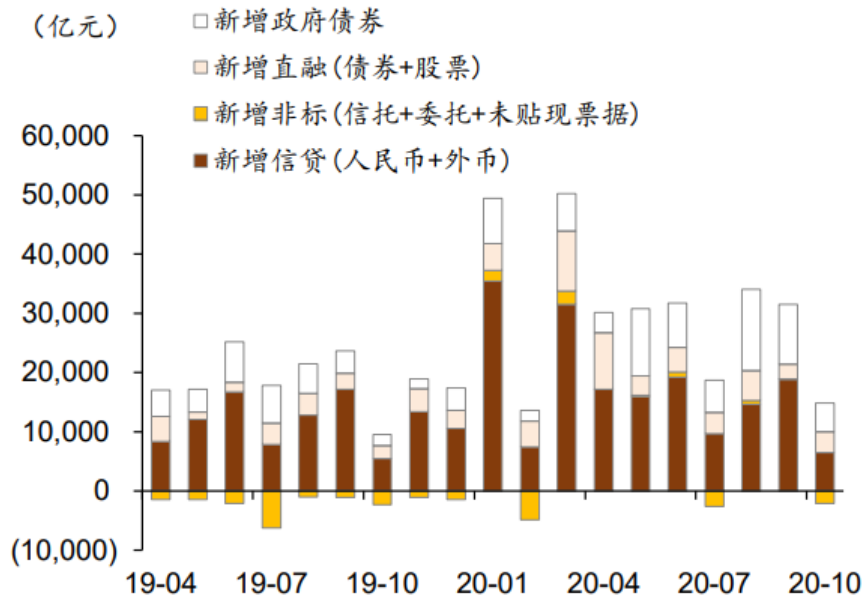
数据来源：Wind 资讯

10月金融数据的整体规模结构较好，显示实体经济的真实融资需求继续恢复。从总量看，10月社会融资规模 14200 亿，同比多增 5493 亿，社融存量同比 13.7%，走高 0.2 个百分点，其中政府债券融资仍是社融主要拉动项，考虑到年内地方债发行基本结束，同时非标年底到期较多，对于整体社融增速或将形成拖累。结构上，企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增，实体融资需求仍强。我们预计全年增速在 13% 左右，最后两月增速将出现小幅回落。

图：新口径下 10 月社融存量增速为 13.7%，较上月继续上行，但年内或已现高点



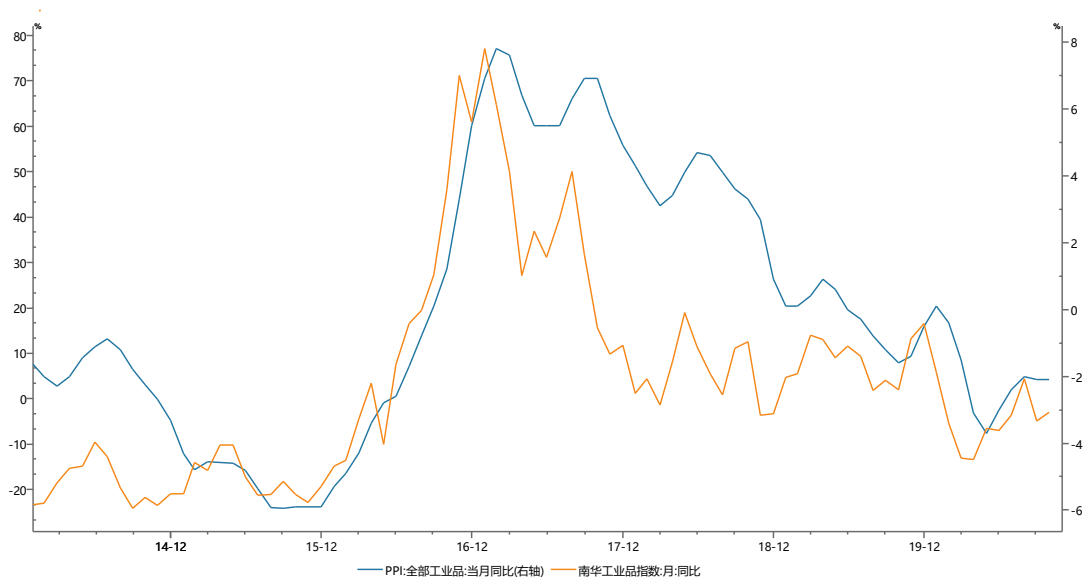
图：从 10 月数据来看，信贷、社融增长总量低于市场预期，但结构继续改善



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网

10 月 CPI 显著下降、PPI 同比持平前值。其中 CPI 走低主要是受食品价格拖累，核心通胀保持稳健，包括猪肉价格跌幅加深，环比下降 7.0%；鲜果价格趋于平稳，环比涨幅已收窄至 1.8%。PPI 的结构方面，生产资料（原材料、加工和采掘）环比上涨 0.1%，而生活资料（衣着、耐用消费品、食品和一般日用品）环比下跌 0.1%。往前看，随着原油和工业金属价格等经济敏感型品种的价格上涨，温和再通胀趋势并未改变。高频数据显示近期食品价格持续下降，同时受到去年四季度的高基数影响，短期内或对整体 CPI 继续形成压制。

图：10 月 PPI 同比跌幅持平，预计四季度 PPI 随经济渐进回升



数据来源：Wind 资讯

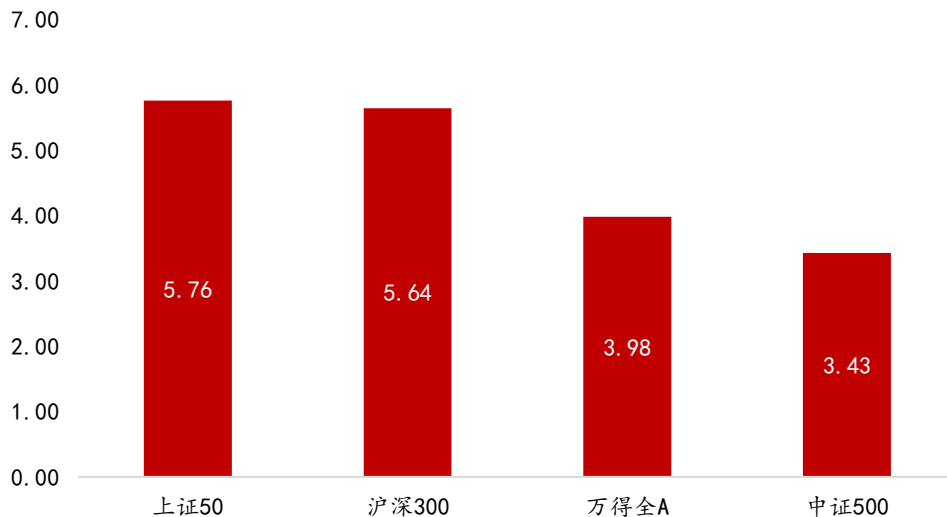
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

11 月市场回顾：股市震荡上行，债市弱势调整

11 月，指数震荡上行，风格切向上游资源品和金融股，外资集中持续流入成为主要做多力量。国内资金面受永煤违约事件影响有所扰动，但政策及时出手平抑了恐慌情绪；海外大选落地、疫苗有效程度大超预期，令避险情绪明显降温，资金大幅回流新兴市场。结构上，宏观经济持续回暖以及估值比价下，上游周期和金融板块成为行情主线，有色、采掘和钢铁表现较好，医药、计算机和传媒跌幅居前。（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 3.98%、5.64%、5.76%、3.43%）。

图：2020 年 11 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

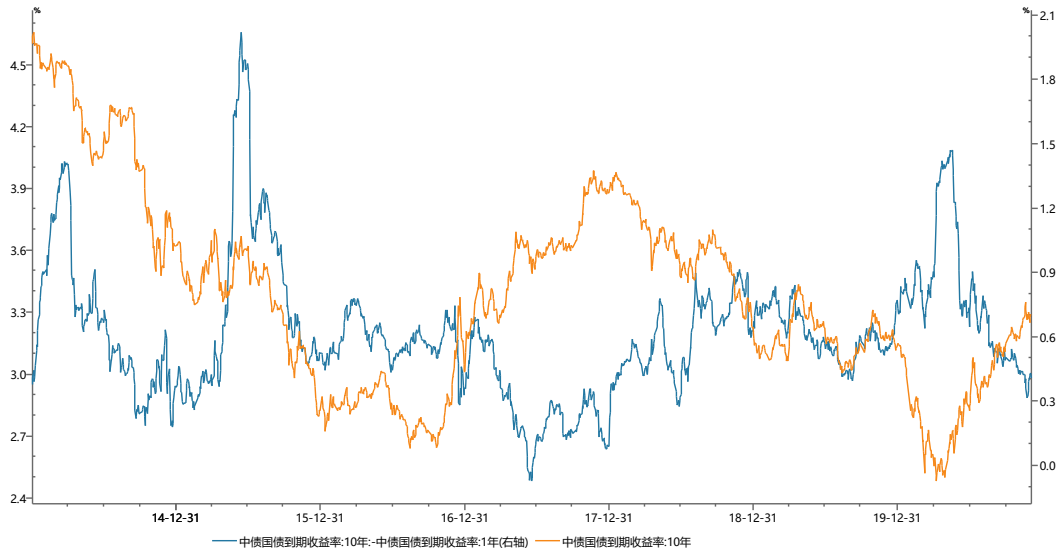
A 股走向判断：海外不确定性落地后外资将持续性流入，震荡上行仍有空间

我们继续关注宏观经济深度复苏，景气度改善的低估值顺周期品种如金融地产和资源股的补涨机会；以及拜登上台后，中美关系有望重回传统竞合关系的背景下，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的估值修复行情。

2.2 债券市场

2020 年 11 月，债券市场在 10 月中下旬的小反弹后，再度迅速调整。资金面整体上行，Shibor 隔夜全月平均利率回落，但是 R007、国股存单 6M 和 1 年期收益率均有不同程度的上行；基本面继续上行，主要宏观数据仍在修复，投资、消费、进出口同比增速继续上行；11 月上旬信用风险事件爆发，引发信用债调整，也带来资管产品的赎回压力，利率债也相应承受抛压。整体来看，11 月债市整体期限利差走平，信用利差大幅走阔。

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

2.3 港股市场

11月恒生指数上涨9.3%，恒生国企指数上涨8.1%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1) 小型股（涨10.4%）领涨，中型股（涨9.7%）表现优于大型股（涨7.7%）；2) 香港本地/外资股（涨12.3%）表现优于中资股（涨5.9%）；3) 行业方面，恒生原材料业、综合业、能源业、金融业表现较佳，恒生电讯业、资讯科技业表现较差。

11月，海外方面，美国总统大选结果落地，拜登入驻白宫。新冠疫苗研制取得进展，辉瑞宣布其与BioNTech共同开发的新冠疫苗可预防超过90%的感染，但疫苗距离正式落地并大范围接种仍有一段时间，短期美联储仍会保持宽松货币政策。香港特首林郑月娥发布香港施政报告，强调未来在金融领域上继续加强与内地合作，深化互联互通。国内方面，中日韩澳多国参与的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署落地，区域贸易合作有望加深。同时，央行发布第三季度货币政策执行报告，强调尽可能长时间实施正常货币政策，市场对货币政策边际进一步收紧的担忧下降。

1) 截止11月30日，恒指PE(TTM)为14.4倍，恒生国指PE(TTM)为10.0倍，较10月底有所上调。

2) 截止11月30日，离岸人民币兑美元汇率本月上升1.74%，美元兑离岸人民币汇率为6.5839。11月底人民币3个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为408bp，较10月底有所上升，显示短期人民币贬值压力有所增大。

3) 资金方面，境内外流动性仍处于总量宽松阶段。11月恒生AH股溢价指数较10月略有下降，但仍处于近四年来的高位水平。截至11月30日，AH溢价指数为144.1，低于10月底的148.0，H股表现优于A股，港股相对

强势。其次，国内货币政策回归常态化，本周央行加量续作 MLF，但 本月 LPR 报价利率未变化，依然显示出“稳货币”的政策导向。

展望 12 月，在国内经济继续改善的背景下，中资股基本面将渐进修复，预计美元指数维持低位，港股市场仍会处于盈利和流动性均向好的阶段。随着全球复苏预期不断加深，投资者对顺周期板块关注逐渐上升。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，预计海外供给端将在明年 1 季度逐渐修复，将拉动国内中上游原材料和设备出口。（2）在预期经济继续向好下，继续关注金融板块利空出尽以及的配置机会，如银行业和保险业。（3）近期半导体以及消费电子的中观数据继续改善，由于前期受外部事件冲击，估值上有较好的修复空间。（4）服务业数据持续回暖，明年疫苗广泛接种对可选消费有进一步的催化作用，逐渐关注旅游、餐饮、酒店等。（5）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

整体来看，11 月份，道指累计上涨 11.8%，创 1987 年以来最大单月涨幅，纳指累计上涨 11.8%，标普 500 指数累计上涨 10.8%。

本月美股波动显著上升，因投资者憧憬新冠疫苗将遏制住疫情，并期待政府出台新的刺激法案提振经济。具体来看：1）美国新增确诊新冠病例继续激增，截止到目前为止，至少 13047202 例确诊病例，已经超过 1300 万，至少 264624 人死亡。2）疫苗相关的试验结果好于市场的普遍预期。美国药企 Moderna 其三期试验疫苗有效性为 94.5%，且计划在美国和欧盟提交新冠疫苗申请。3）白宫已于本月 24 日批准联邦总务署展开政权交接工作。并且负责协调权力交接的美国总务署通知候任总统拜登可以开展交接工作之际，拜登团队已经敲定一连串内阁人选，包括任命前国务卿克里（John Kerry）为气候变化特别大使。4）投资者预测黑五销售额将创新高，美国感恩节的在线消费者支出同比增长了近 22%，达到 51 亿美元，创下新的纪录。5）目前美方政府正在就新冠疫情的刺激政策进行交涉，但是各方不良数据督促美国出台刺激政策。

从企业盈利角度来看，若市盈率不变，盈利增长的话，股票就会涨，盈利负增长股票跌。影响盈利最关键的因素就是疫情。若疫情缓和，一些周期性企业将从糟糕的状态中复苏。此外，若美国投入更多财政刺激，将利好整个股市。当然值得注意的是，一些非周期性板块，比如科技板块，电商、居家办公相关的，他们受到疫情或政策的影响较小，所以企业盈利本身非常关键。

从利率水平来看，利率水平决定估值的高低。市场的普遍共识是，在当地时间 12 月 16 日的利率决议上，美联储将维持低利率，2023 年之前不会加息。至于资产购买计划，目前美联储购买的大部分资产都集中在短期债券上，若经济走强，这一行动就会导致收益率曲线趋陡。但是美联储不会让收益率过高，这暗示美联储即将开始实施收益率曲线控制，FOMC 将会增加长期国债的购买，并延长美联储购买美国国债的加权平均期限。在 11 月末公布的货币政策会议纪要显示，美联储官员普遍认为当前的宽松步伐和结构是有效的，没有必要立即调整，但他们认识到情

况可能会随时改变，因此，官员们认为有必要在下一利率决议上加强前瞻性指引，以确保资产购买计划是恰当的。

从估值角度来看，最近随着越来越多的疫苗出现进展，股市已经将经济和收益的增长定价。从美股三大股指处于历史高点可以看出，投资者将预期定价为“完美”，但预期总会有落空的风险。在今年，由于政府的大规模干预，美股回升至接近历史高点，今年以来涨幅超过 11%。只不过 2020 年的每股收益将不会达到 167 美元，而是 93 美元左右，这比预期低了 74 美元以上，而市盈率从 19 倍增加到 38 倍。但是我们需要注意的是：1) 股票配置越高，市场越有可能接近回调；2) 市场已经完全消化了我们近期可能看到的经济复苏；3) 有明显的证据表明，经济数据正在走弱，收入增长也在放缓；4) 市场低估额外刺激措施来维持经济增长和复苏的必要性；5) 尽管经济确实在复苏，就业也在复苏，但仍可能远低于疫情前的水平，从而抑制未来的收入增长和收入；6) 美联储也束手无策，如果不增发国债，美联储向市场提供额外流动性的能力就会减弱。

从资产配置角度来看，首先是拜登就职对股市的影响，一是医疗板块，因为拜登当选之前，民调显示民主党会大获全胜，市场当时担心医疗行业将出现大幅度的改革，造成企业的盈利受影响。但民主党没有控制两院，所以我们觉得医疗板块的估值能够向上修复。二是与环保相关的板块，拜登承诺在未来 4 年投资 2 万亿美元加强美国的清洁能源基础设施建设，减少对化石燃料的依赖，力争在 2035 年前实现无碳发电。拜登可以通过行政命令加速环保这一趋势的发展。

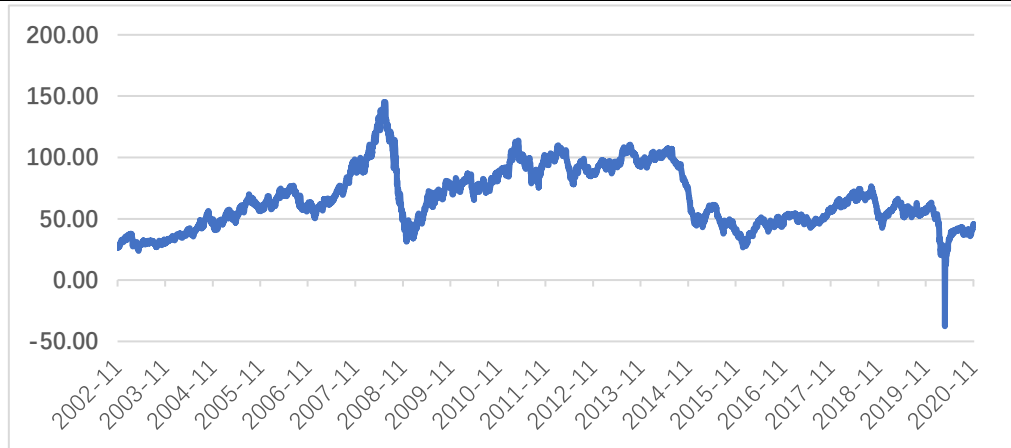
在接下来的 12 月可能出现的风险点：1) 初期数据被爆失真；2) 选举人团将做最后定夺，12 月的大选议程上，有几个时间节点需要关注；3) 年末最后一场利率决议，另外，耶伦上任后可能会出台其他类型的刺激，美联储也可能会暂缓修改购债计划；4) 随着 12 月临近，更多关于疫苗的进展将发布。

2.5 原油市场

2020 年 11 月油价走势回顾：

2020 年 11 月油市供需预期得到改善，随着美国大选风险的逐渐落地，拜登胜选使市场预期全球贸易摩擦将得到缓解，以及疫苗的研制进度取得突破性的进展，全球原油需求在疫苗即将问世并可能在明年大范围接种的背景下有望明显提升，市场对全球经济加速复苏的乐观预期使原油市场风险偏好持续提升，WTI 原油期货价格持续回升至 45 美元/桶附近。11 月以来虽然全球疫情的再度扩散使原油需求受到一定压制，但疫苗进展的超预期明显提升了原油的需求预期。近期全球的疫苗研发取得了明显重大突破，辉瑞、阿斯利康、Moderna 等不断传来疫苗效果的积极进展，并且欧洲和美国也将在 12 月批准疫苗注射，推升市场对原油的需求预期。同时拜登的胜选使美国总统换届选举尘埃落定，市场期待美国将出台更大规模的经济刺激计划，带动经济加速改善并使原油需求进一步回暖。并且美国能源信息署公布的数据显示近期美国原油库存数据低于预期，近期市场利好因素的集中显现带动原油市场情绪明显回暖，推动原油 11 月强势上涨。

图：20 年 11 月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2020年12月油价走势展望：

长期来看原油市场整体向好，库存去化和需求改善使油价具有持续上涨动力，但短期来看可能区间偏强震荡为主。随着疫苗在明年逐渐落地并开始大面积接种，疫情预计将在明年在世界范围内得到有效控制，全球经济在疫情有效防控下的强复苏将为原油需求的回暖提供持续动力，拜登政府利于全球化合作进程、OPEC+对油价的支持意愿、市场流动性改善等多种因素都对油价形成支撑作用。但在短期来看原油近期上升动能已有减弱趋势，可能存在一定调整风险。近期油价的大幅强势上行已经对市场诸多利好因素的充分反映，而随着诸多利好因素逐渐消化，油价短期进一步上行将逐渐乏力。疫苗大面积接种的具体时间仍然难以确定，对油价短期的提振因素已经比较充分反映在价格中。在供应端虽然 OPEC+ 预计大概率维持减产，但利比亚接近复产上限可能对供给形成冲击。并且在 12 月随着圣诞节等欧美国家重要节假日的到来，市场交易情绪可能将逐渐减弱，叠加疫情导致新年活动减少，将对油价形成一定的抑制效果，预计 12 月 WTI 原油期货价格将在 45-50 美元/桶区间维持偏强震荡。

2.6 黄金市场

预计 12 月上旬黄金价格下行，12 月下旬止跌甚至反弹

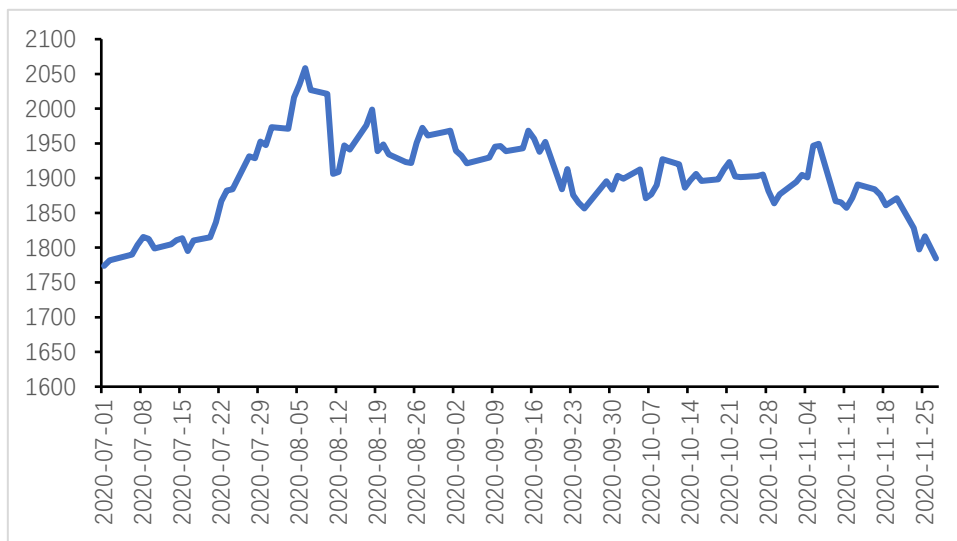
2020 年 11 月黄金市场回顾：

黄金价格在 11 月份整体大幅下行。我们认为 2020 年 11 月黄金价格走势主要遵循两条逻辑：一是美国大选结果基本落定；二是新冠疫苗捷报频传，两项因素作用均使得风险情绪快速修复带动黄金价格下行。

一是美国大选结果基本落定。伴随近日宾夕法尼亚、乔治亚以及密歇根等关键摇摆州选票认证、核验完毕，2020 年美国大选基本尘埃落定。虽然此前特朗普多次声称选举存在欺诈行为，并要通过司法流程解决争议，但美国白宫总务管理局已配合拜登开始总统交接的准备工作，表明特朗普或已主观放弃后续进一步通过司法流程上诉的可能。虽然部分州的诉讼仍在继续，但总统选举结果再次出现变数的可能性较低，拜登基本确认将成为下一届美国总统。整体来看，特朗普对大选结果的司法抗争力度低于此前预期，大选不确定性基本消除成为金价的利空因素。

二是新冠疫苗捷报频传。11月16日美国药企 Moderna 公布其卫生事件候选疫苗 mRNA-1273 的三期临床试验初步数据，数据显示试验有效率达到 94.5%；11月18日辉瑞和 BioNTech 公布三期临床实验最终功效分析，mRNA 疫苗有效率高达 95%；根据纽约时报的新冠疫苗追踪，截至 11月29日，全球进入三期试验的疫苗共有 13 支，进入有限使用的疫苗共有 6 支。在疫苗利好消息频传的同时，各国也加快疫苗订购的步伐。根据疫苗订购对人口的覆盖率，已确认订购的疫苗覆盖率超过 100% 的经济体依次是加拿大 527%、英国 288%、澳大利亚 266%、美国 223%、欧盟 182% 和日本 115%。潜在覆盖率超过 100% 的经济体为加拿大 601%、美国 443%、英国 418%、欧盟 244% 和新西兰 117%。新冠疫苗的利好消息和各国政府的积极应对，导致市场对疫情的忧虑下降，短期内利空黄金价格。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年 11 月大幅下行



数据来源：Wind、招商基金

2020 年 12 月黄金市场展望：

我们对于 12 月 Comex 黄金价格走势的判断为，12 月上旬仍存在下行压力，但 12 月下旬可能止跌甚至反弹。整体来看，12 月金价仍将处于下行走势。12 月初的金价下行将继续对应美国大选政治不确定性消除；拜登组建内阁未来政治前景进一步明朗的红利期。12 月下旬止跌或反弹的驱动因素则来自一下方面：

一是新冠疫苗的后续研发情况仍具有不确定性。根据纽约时报的新冠疫苗追踪，截至 11 月 29 日，全球尚未研发出可大规模使用的疫苗。在 11 月 11 日召开欧央行年度论坛上，欧洲央行行长拉加德警告称，不应对新冠疫苗的消息过度乐观，美联储主席鲍威尔也表示，对疫苗的供应前景表示谨慎。根据世卫组织公布的疫苗接种时间线和模型，最快到 2023 年 9 月才能提供全世界人口的疫苗剂量。对疫苗研发不确定性的担忧以及短期内疫苗无法大规模使用的预期或能推升黄金价格。

二是短期存在风险事件。11 月 27 日，伊朗著名核物理学家莫森·法赫里扎德突遭暗杀，伊朗国内多方抗议者将矛头直指美国，需警惕事件升级引发军事冲突的可能性。此外，9 月美国国会两院未能就新一财年的预算支出方案

达成协议，以临时性方案进行过渡。该方案将在 12 月 11 日到期，如果在此之前无法达成正式协议或将临时方案进行延期，则美国政府可能再度陷入停摆。以上短期风险成为支撑金价的因素。

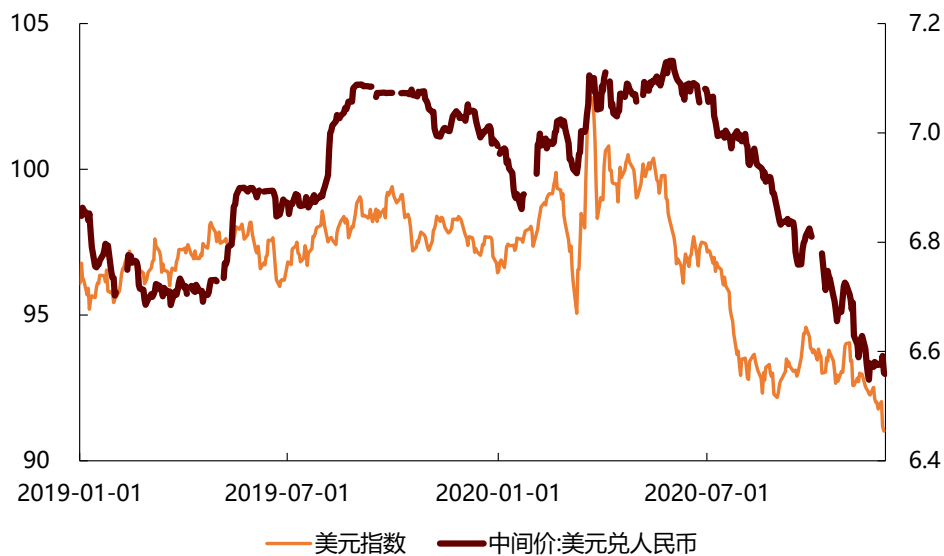
2.7 汇率市场

2020 年 11 月份汇率走势回顾：人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走弱。

在 2020 年 11 月份，人民币汇率小幅走强，美元兑人民币汇率从 10 月底的 6.7232 走强至 11 月底的 6.5782。美元指数小幅走弱，美元指数从 10 月底的 94.0175 小幅走弱至 11 月底的 92.0330。

人民币汇率的小幅走强和美元指数的小幅走弱，主要还是疫情环境下两国不同的经济发展情况所导致。在 11 月份，中国的出口持续强劲，给其他国家提供了大量物资供应。中国的经济呈现出较好的发展情况。在美国，由于第三波疫情的出现，使得经济的复苏受挫。此外，大量增发货币也对美元指数的下行产生了一定的影响。综上所述，中美不同环境导致的不同经济发展情况，使得人民币汇率和美元指数在 11 月份呈现了不同的走势。

图：2020 年 11 月份，人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走弱



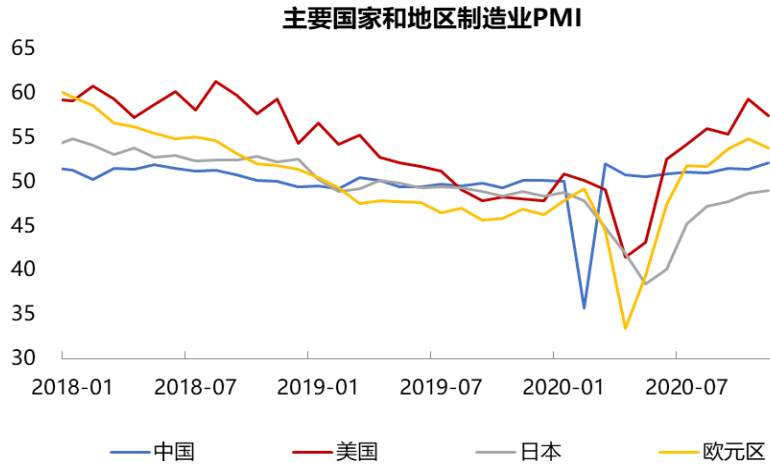
数据来源：Wind、招商基金

2020 年 12 月汇率走势展望：预计美元指数仍存在一定的下行压力。

从经济发展的指标情况来看，在 11 月的 PMI 数据中，中国的经济发展情况较为强势，PMI 指数为 52.1，连续 9 个月位于荣枯线以上。相较于 10 月份，美国和欧洲的 PMI 数据有所回落。美国和欧洲的 PMI 数据的回落主要受制于第三波疫情下的经济发展受阻的影响。展望 12 月份，受益于较好的疫情管控，预计中国的良好经济发展态势有望延续。而美国和欧洲的经济情况存在着较大的不确定性。

综上所述，在 2020 年 12 月份，预计人民币小幅走强的可能性较大，而美元指数仍存在一定的下行压力。

图：2020 年 11 月，中国 PMI 达 52.1，连续 9 个月位于荣枯线以上



数据来源：Wind、招商基金

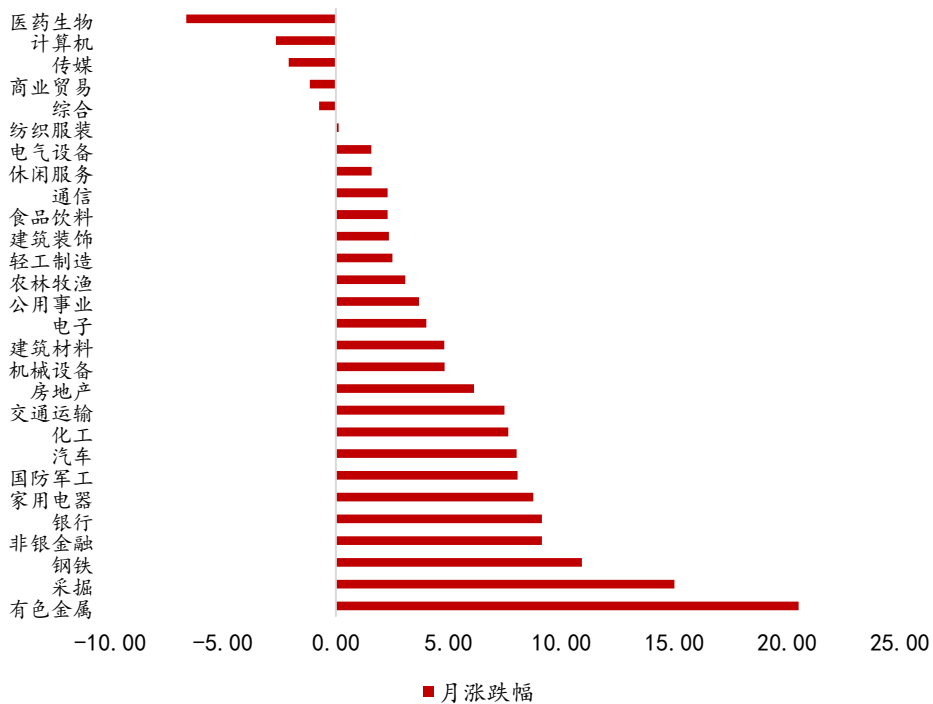
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

11 月市场回顾：市场风格转换明显；有色、采掘和钢铁表现较好，医药、计算机和传媒跌幅居前

回顾 11 月行情特征，国内资金面虽受到永煤违约的影响，但整体仍趋平稳；增量资金主要由外资流入驱动，美国大选落地和疫苗超预期进展，资金重回新兴市场。结构上，宏观经济持续回暖以及估值比价下，上游周期和金融板块成为行情主线，有色、采掘和钢铁表现较好，医药、计算机和传媒跌幅居前。

图：2020 年 11 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外资仍将持续性流入，震荡上行仍有空间

在海外风险缓释，外资回流及国内经济复苏持续的背景下，整体指数有望展开跨年行情。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；但同时仍需关注特朗普在任上最后时间对中国的施压风险。国内，十四五规划整体纲要基本符合预期，政策面进入空窗期，预计在出口产业链保持强劲、地产竣工端有望提速的情况下，国内经济整体修复仍有惯性。结构上，我们继续关注宏观经济深度复苏，景气度改善的低估值顺周期品种如金融地产和资源股的补涨机会；以及拜登上台后，中美关系有望重回传统竞合关系的背景下，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的估值修复行情。从当前的估值水平看，截至 11 月 27 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 70%、69%、34%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2020/11/27	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	22.8	58.2	11.5	19.6	75%														
	WIND全A（剔除金融石油石化）	37.6	76.2	13.8	29.3	70%														
	上证综指(剔除银行)-中位数	27.8	66.3	16.0	28.6	47%														
	上证50	12.2	48.5	6.9	11.2	59%														
	沪深300	15.4	51.1	8.0	13.5	69%														
	中证500	29.3	92.8	16.0	33.3	34%														
	中小板100指数	35.6	67.7	14.5	32.1	70%														
	创业板100指数	61.4	137.9	27.0	51.5	77%														
	中小板综合	49.5	96.7	15.9	41.6	74%														
	创业板综合	96.3	174.9	28.1	60.6	80%														

数据来源：Wind 资讯、申万宏源

结构选择：关注低估值顺周期主线以及科技股的估值修复机会

板块上，一方面继续把握上游资源品和金融股的顺周期主线。实体经济处于修复期、货币政策收紧仍相对可控的投资窗口期仍在，上游资源品和金融股仍是兼具基本面改善叠加估值性价比的强逻辑板块；另一方面，周期金融搭台，寻找市场风险偏好上升的受益板块。

半导体：板块处在一轮硅周期上行阶段，国内半导体公司同时受益于周期上行期带来的高景气，以及国产替代带来的长期份额提升共振阶段。

工业金属：持续看好明年的全球经济复苏和再通胀行情，但短期而言，尚未配置的资金已丧失先手，追涨的性价比下降，可耐心等待调整机会；已配置的建议继续持仓，享受资金挤压和风格平衡带来的收益。潜在的风险在于近期的交易热情冷却后，对于财政僵局、疫苗分发接种尚有时间而经济数据阶段性恶化等事项的反应将强化。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2020 年 11 月，债券市场在 10 月中下旬的小反弹后，再度迅速调整。利率债方面，11 月债券市场呈现先下跌后反弹的走势。利率方面，1 年国债全月上行 10bp 收于 2.83%；5 年国债上行 9bp 收于 3.07%；10 年国债上行 7bp

收于 3.25，市场整体走弱，各期限利差有所走窄。信用债方面，不同等级及期限信用债品种估值收益率转向上行，1-3 年期各等级信用债收益率调整幅度最大，5 年期信用债调整幅度较小。公开市场操作方面，央行当月合计净投放 4300 亿，资金面水平全月小幅走高，下旬央行加大净投放力度，资金转向宽松。

基本面方面，10 月单月数据看，地产、基建再度转强，消费、制造业也在改善但消费回升不及预期，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，出口和生产仍处在景气阶段。已经公布的景气指数显示 11 月经济运行进一步改善。细分项多项分项指数环比继续改善，内生动能增强+出口强势继续。

资金面上，11 月资金面中上旬有所收紧，下旬转宽松，R007 均值上行 5bp 至 2.62%，与去年 12 月水平类似，DR007 均值上行 5bp 至 2.29%，DR 与 R 的利差 33bp，但 Shibor 隔夜利率水平下降约 19bp。10 月结构性存款数据再度压降了 1 万亿，NCD 利率也迟迟高位缓慢上行。但 11 月 30 日央行操作 MLF2000 亿，信号意义较强，显示了对银行长期负债的支持，资金担忧有所缓解。

政策面上，2020 年第三季度中国货币政策执行报告发布，货币政策重提“总闸门”；财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，要求减少超长期地方债发行比例；刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会第四十三次会议，近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法治化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。

短期来看，10 年国债 3.3% 的利率水平对宏观数据的利空基本钝化，维持收益率顶部在四季度的看法；财政部日前发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，超长期利率债供给明年缩减，且 30-10 利差较高，可适当交易其利差收窄；利率债已经显现了较好的配置价值。

信用策略方面，经历信用风险事件后，信用利差有所走阔，再配置过程中需要针对不同的债券进行再定价；2021 年将面临广义流动性边际回落和经济增速回落的双重挤压，同时还面临疫情延期的各种融资到期，势必对企业资金流产生压力，违约风险值得重点关注；信用债投资整体原则是严控债券信用风险，不轻易下沉。

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

11 月份利空债市因素较多，受超预期信用债违约事件及经济复苏强劲影响，利率大幅调整，11 月份各期限收益率均呈现上升趋势，期限利差有所收窄，等级利差逐渐走阔，以 3 年中短期票据为例，7 月以来 AAA 票据收益率上行 18bp，AA+ 票据收益率上行 36bp，AA 票据收益率上行 45bp。从较长时间周期来看，经过多个月的持续调整后，目前债市收益率普遍已突破 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。

短期融资券

11 月份短融收益率亦呈大幅上行趋势，且高评级短融收益率上行幅度低于中低评级，等级利差走阔，其中 AAA 短融收益率上行 32bp，AA+ 短融收益率上行 45bp，AA 短融收益率上行 56bp，考虑到需求持续向好、通胀逐渐重启，

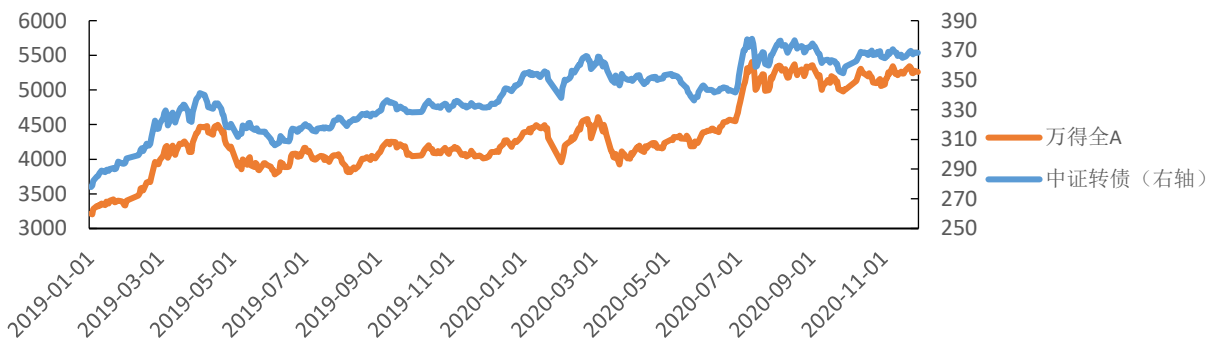
叠加信用债市场后续仍存在波动可能性。

整体而言，当前市场在信用违约事件持续发酵、疫苗量产、地产融资政策收紧等诸多逻辑叠加下，后续走势仍存在分歧。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 11 月 30 日，11 月万得全 A 上涨 3.98%，中证转债上涨 0.70%，转债市场表现明显逊于股票市场。11 月以来股市走势呈整体上涨态势，基本面逐渐修复逻辑在美国大选阶段性落地、疫苗利好、RCEP 等事件下继续稳步推进。资金面虽整体仍偏紧，但蚂蚁暂停发行使得年内 IPO 压力有所缓解。分板块看，11 月有色金属、家电、汽车、钢铁、煤炭等顺周期品种涨幅居前；传媒、医药、计算机、商贸零售及综合金融跌幅居前。转债估值上，受永煤违约引发的信用风险事件影响，债券市场短期利率抬升，同时因赎回压力间接传导到转债市场，造成转债市场主动压估值，目前加权平均转股溢价率为 22.12%，较月初下降 2.21 个百分点，基本处于今年以来低位水平。展望后市，中期看转债市场或有估值修复的逻辑，但短期内考虑到部分超大盘品种发行在即，阶段性供给压力较大，且在利率抬升后债券市场仍是债券投资者首要选择，短期转债市场主动抬升估值的动力有限。建议以自下而上择券策略为主，具体可关注金融、采掘、汽车等顺周期板块中的优质个券。

图：转债市场回顾



数据来源：Wind 资讯