



# 招商基金投资策略报告

## 2021年四季度



长期 | 价值 | 责任

## 目 录

<b>1</b>	<b>宏观经济环境</b> .....	<b>3</b>
1.1	海外市场 .....	3
1.2	国内市场 .....	5
<b>2</b>	<b>大类资产观点</b> .....	<b>9</b>
2.1	A股市场 .....	9
2.2	债券市场 .....	10
2.3	港股市场 .....	11
2.4	美股市场 .....	11
2.5	原油市场 .....	13
2.6	黄金市场 .....	15
2.7	汇率市场 .....	16
<b>3</b>	<b>股债投资策略</b> .....	<b>18</b>
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 .....	20
3.2.3	可转债 .....	22

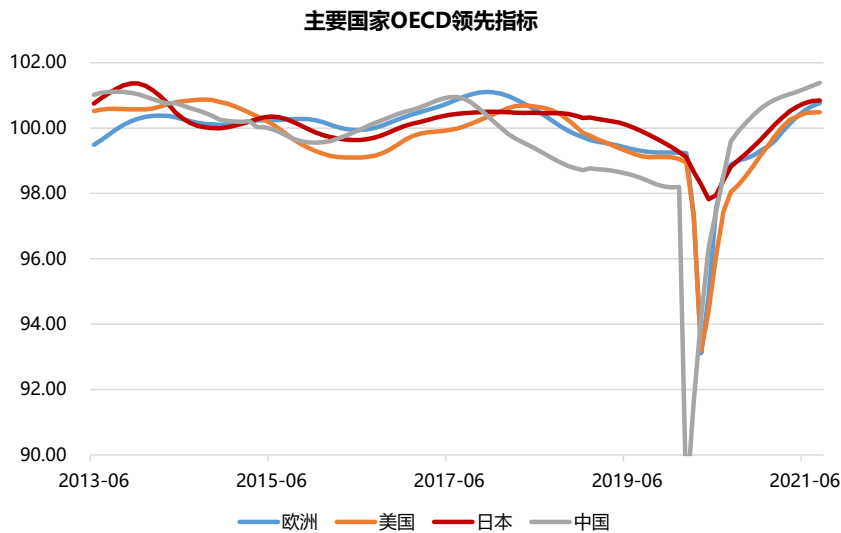
# 招商基金 2021 年四季度投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

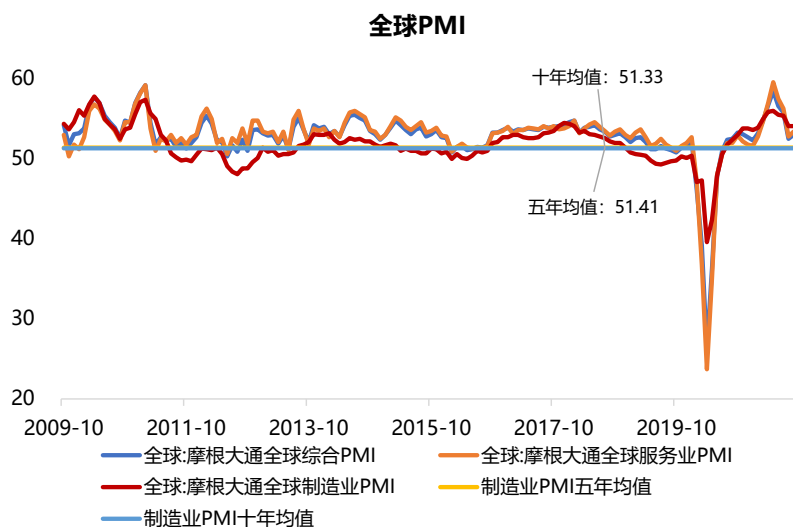
总体来看,预计四季度全球面临经济增速压力和通胀压力。2021年9月份摩根大通全球制造业 PMI 为 54.1%,连续 4 个月呈现出走弱的趋势。美元指数重新站上 94 关口,创 13 个月新高。9 月份欧元区通胀率达 3.4%,创 13 年以来新高。美国 8 月核心 PCE 物价指数同比增长 3.6%,超出市场预期。

图: 主要国家的 OECD 指标情况



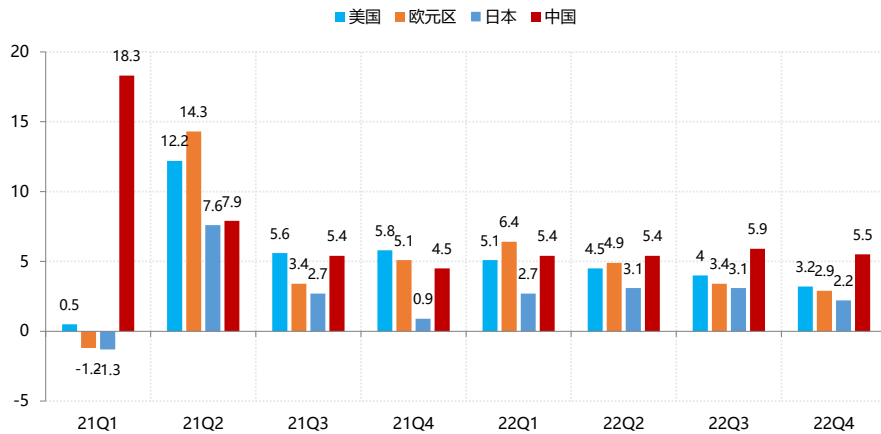
数据来源: Wind, 招商基金

图: 全球 PMI 情况



数据来源: Wind, 招商基金

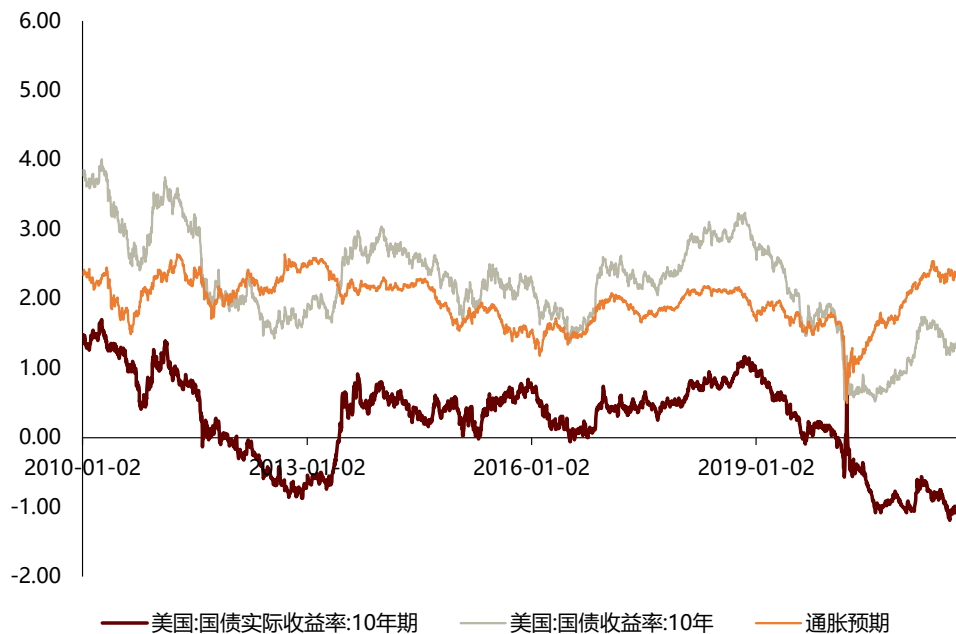
图：彭博主要国家 GDP 同比增速一致预期



数据来源：Wind、招商基金

从海外的宏观环境来看，美联储的宽松货币政策的退出预期将会对新兴市场产生一定压力。在近期召开的美联储的9月份会议中，相较之前，点阵图偏向鹰派。会议的结果显示，预计2022年加息的官员人数增加，预计是为了以后的经济发展腾出政策的空间。我们预计，影响更多体现在于预期的变化，无现金流资产和高流动性敏感板块最先承压，高质量成长股更具吸引力。随着美联储的宽松政策的逐步退出，各国疫情下的宽松货币政策的退出有望加快，从而使得我国可用于宽松的政策空间收窄。

图：美国的通胀预期情况



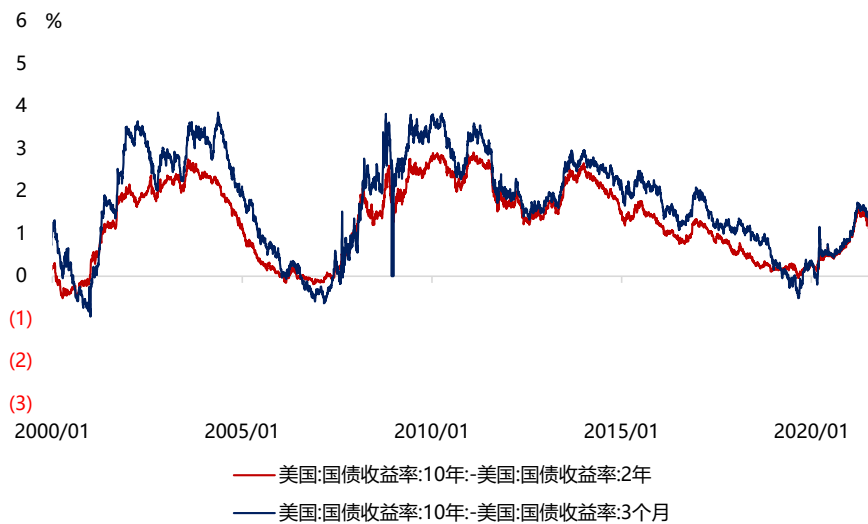
数据来源：Wind、招商基金

图：美元指数情况



数据来源：Wind，招商基金

图：美国的国债期限利差情况



数据来源：Wind，招商基金

## 1.2 国内市场

**国内：三季度经济数据较二季度见顶后持续回落，货币整体维持相对宽松**

**三季度经济呈现持续回落态势，并在9月份回落至枯荣线以下；从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松，但波动有所加大。投向实体的信用持续回落，企业中长期贷款增速见顶回落。**

三季度制造业 PMI 数值持续小幅回落，9 月份录入数值 49.6，回落至荣枯线以下。从需求结构上看，固定资产投资、地产投资、基建投资、制造业投资增速均全面回落。其中地产投资与制造业投资增长相对韧性较强，仍维持在 10% 以上的较高增速。基建投资相较经济总量依然偏弱，且增速进一步下滑，并未开始发力。考虑到经济已回落至枯荣线以下，我们预计后续基建投资可能会有所发力。另外，三季度社会消费品零售总额持续回落，8 月份增速

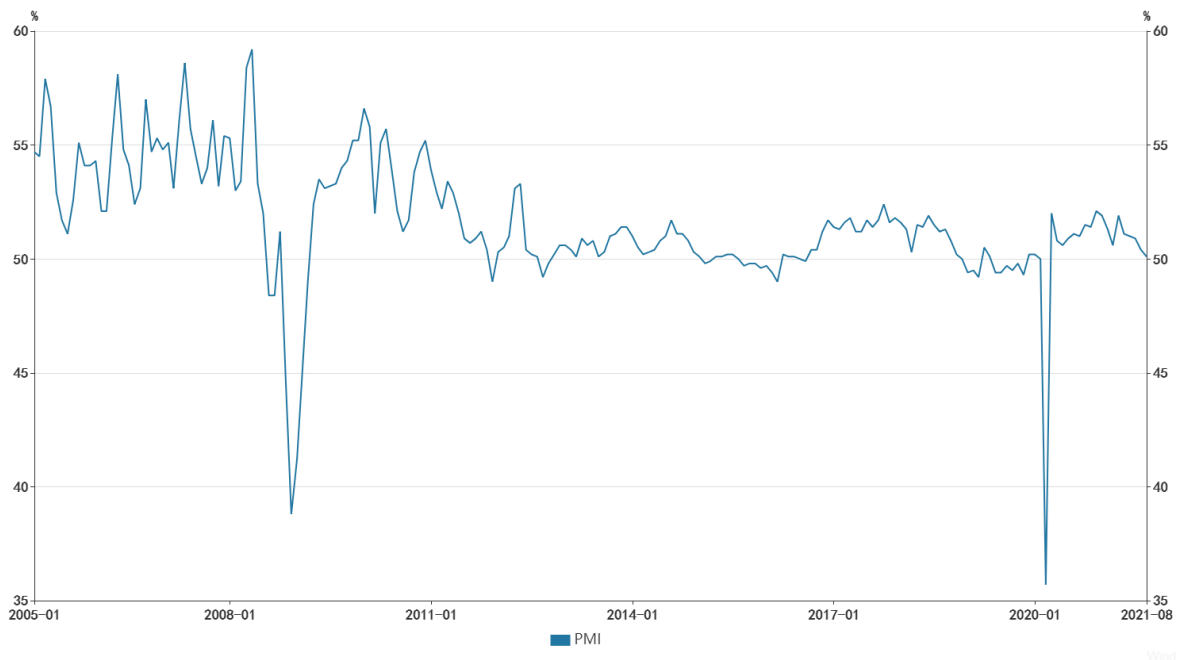
大幅降至 2.5%。三季度出口增速有所波动，整体较二季度明显回落。整体来看，三季度经济整体处在边际上持续下滑阶段。

表：三季度固定资产投资、房地产开放投资、基建投资、制造业投资增速继续回落

指标名称	2020年6月	2020年9月	2020年12月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年8月	2021年5月近两年CAGR	2021年6月近两年CAGR	2021年7月近两年CAGR	2021年8月近两年CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	-3.1	0.8	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	4	4.5	4.2	5.0
房地产开发投资完成额:累计同比	1.9	5.6	7	25.6	21.6	18.3	15	12.7	10.9	8.6	8.3	7.9	6.2
基础设施建设投资:累计同比	-0.1	2.4	3.4	26.8	16.9	10.4	7.15	4.19	2.58	3.3	3.5	2.7	2.1
制造业投资:累计同比	-11.7	-6.5	-2.2	29.8	23.8	20.4	19.2	17.3	15.7	1.3	2.6	2.6	8.3

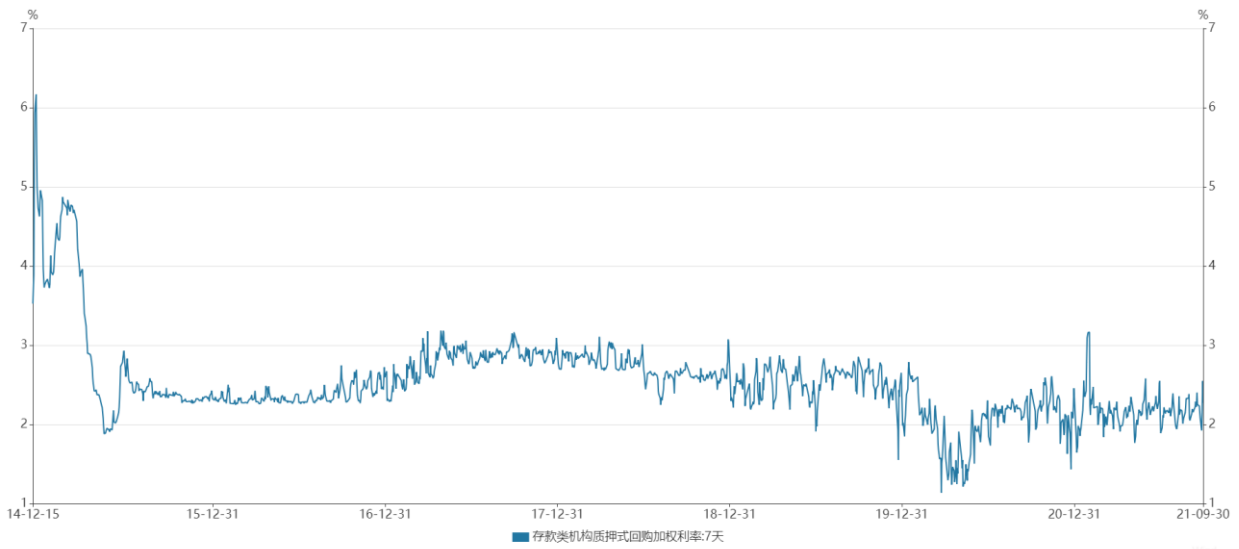
数据来源：Wind，招商基金；注：CAGR 为年复合增长率（Compound Annual Growth Rate）

图：制造业 PMI 持续回落至枯荣线以下



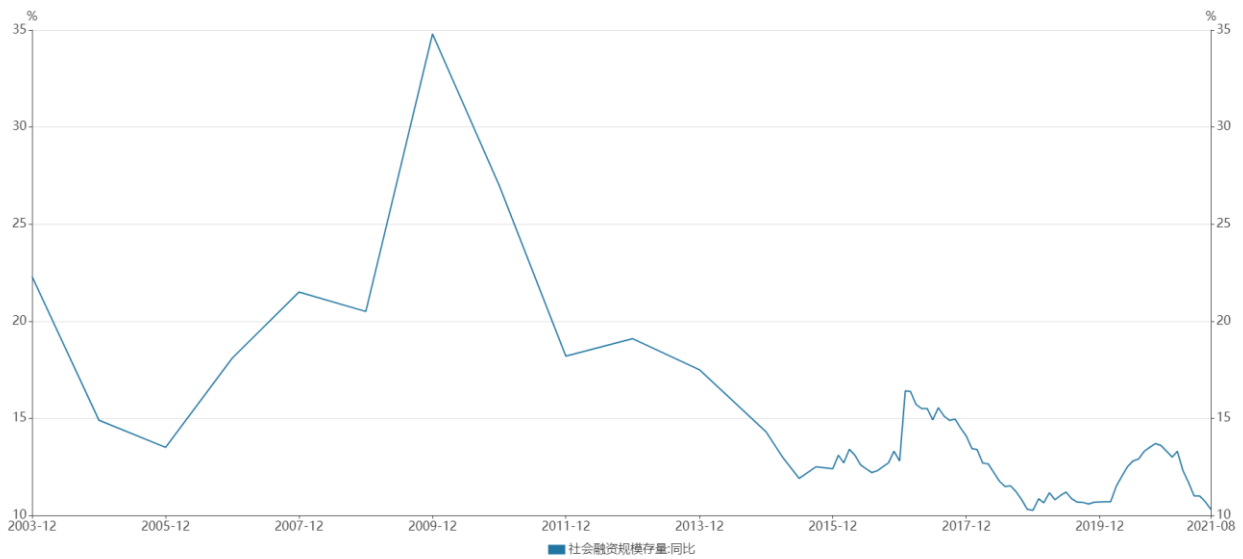
数据来源：Wind，招商基金

三季度狭义流动性维持相对宽松，中枢依旧平稳但近期波动有所加大。受 8 月份超储率下降以及近期房地产债务风险快速上升影响，近期 DR007 波动有所加大，但中枢依旧相对平稳。

**图：DR007 中枢依旧平稳但波动略有加大**


数据来源：Wind，招商基金

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量三季度持续小幅回落。从更能放映社融对实体经济支持力度的两年年化增速来看，整体下滑幅度更为温和。从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资，继 6 月份驻顶后，8 月份持续高位回落。

**图：社融存量同比继续小幅下滑**


数据来源：Wind、招商基金

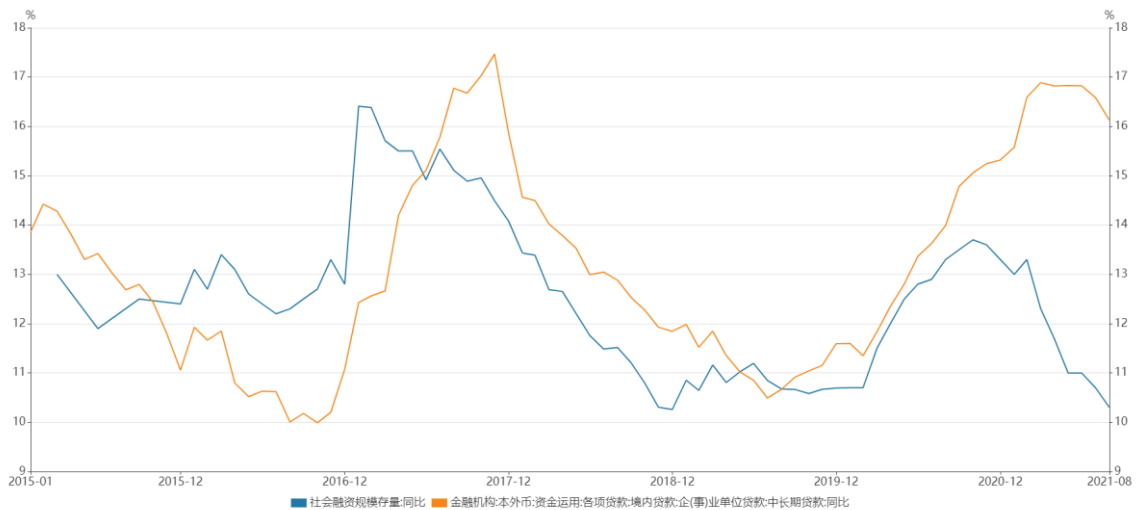
**图：社融存量同比增速在短暂企稳后继续小幅下滑**

指标名称	社会融资规模存量:同比	社融存量 2 年 CAGR
2020 年 1 月	10.7	
2020 年 2 月	10.7	
2020 年 3 月	11.5	
2020 年 4 月	12	
2020 年 5 月	12.5	
2020 年 6 月	12.8	

2020年7月	12.9	
2020年8月	13.3	
2020年9月	13.5	
2020年10月	13.7	
2020年11月	13.6	
2020年12月	13.3	
2021年1月	13	11.84
2021年2月	13.3	11.99
2021年3月	12.3	11.9
2021年4月	11.7	11.85
2021年5月	11	11.75
2021年6月	11	11.9
2021年7月	10.7	11.79
2021年8月	10.3	11.79

数据来源：Wind，招商基金

图：企业中长期贷款同比继续回落

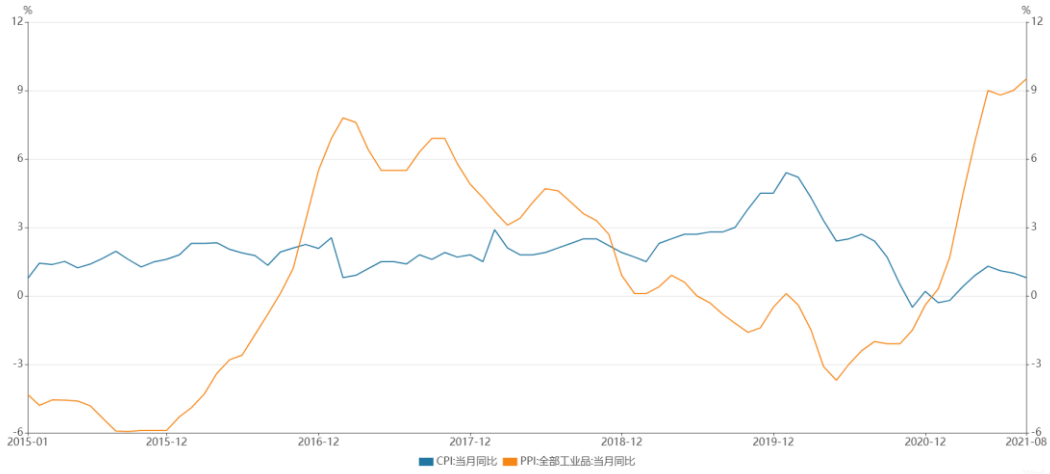


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，三季度 PPI 整体依然呈现上升态势，且 8 月份 PPI 突破 5 月份录入的年内高点，接近 2008 年 8 月份的历史高点。虽然目前经济数据显示，需求端整体继续回落，但考虑到电力供应紧张局面短期内不会缓解，且受碳达峰、碳中和国家重点任务影响，能耗双控政策还将持续实施，原材料整体供给依旧紧张，短期供需格局难以有实质性改善。我们判断四季度 PPI 可能进一步走高。CPI 三季度小幅回落，依然保持在正常区间内。



图：8月PPI再创新高，CPI仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

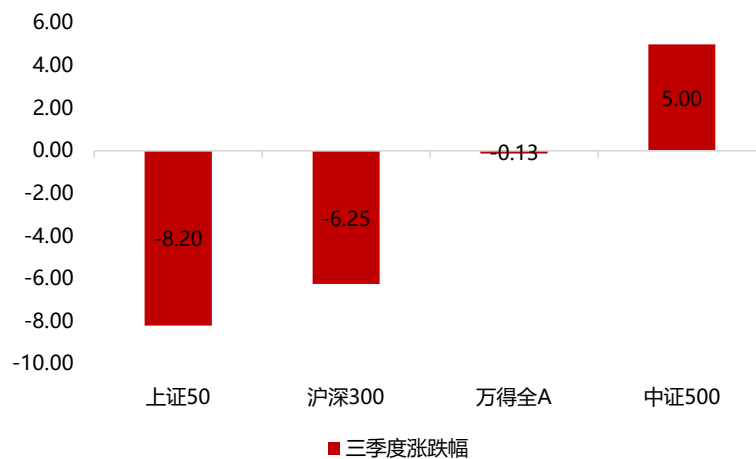
## 2 大类资产观点

### 2.1 A股市场

考虑到企业盈利仍处于高景气度区间范围内，市场估值相对合理，国内经济面临一定的压力，国内流动性仍处于合理充裕范围内，但同时面临国外流动性不确定的因素，我们认为四季度的A股将呈现出宽幅震荡向上的走势，市场整体大幅走强的可能性不大，短期建议重点关注“高质量增长”下的相关行业和个股，精选行业和个股是跑赢市场的核心所在。

在均衡市的背景下，有两类投资机会比较值得关注，一类是业绩高增、且估值处于合理区间的个股，主要集中于政策鼓励和支持的高新制造业等行业中。一类是业绩具备稳定的增速，有望长期发展，但由于风格切换或者事件影响下的短期大幅回调的个股。

图：2021年三季度主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

图：上证指数市盈率情况

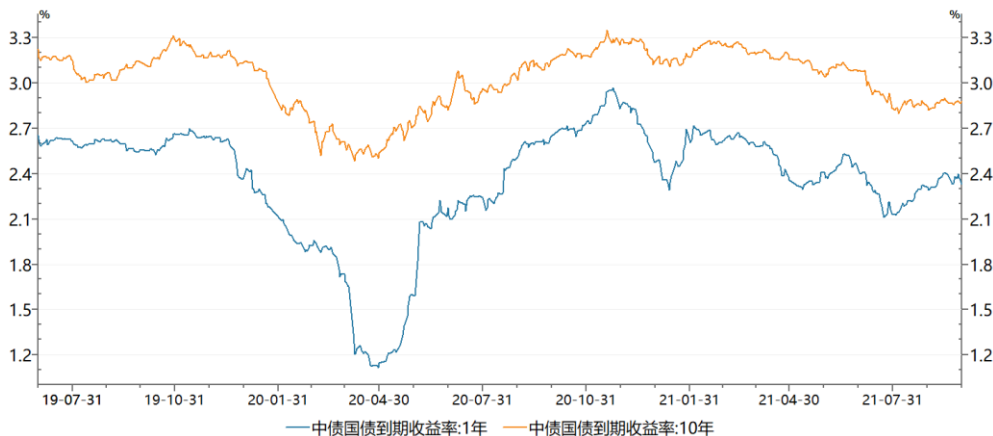


数据来源：Wind，招商基金

## 2.2 债券市场

2021年三季度，债券市场整体走强，收益率先急速下行后震荡小幅回升。10年国债下行20BP至2.88%。7月主要受降准利好，债市大幅走强；8-9月，在经济基本面、实体融资双双走弱和资金面宽松的利好，和债券供给加速、宽信用政策预期和监管政策的利空影响下，债市收益率呈现窄幅震荡。

图：中债国债到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

市场展望：基本面方面，三季度经济运行呈现以下特点：（1）延续“高位全面回落”，但降幅有所放缓；（2）似乎存在季末冲高，下月回落的特征（一般出现这种情况时候均是经济增长较为困难的阶段）；（3）亮点在于进出口和制造业投资。

季度视角看，目前政策组合是“货币政策宽松不改+宽信用极其缓慢恢复”，地产收缩和有限的基建扩张，上游价格快速上涨对制造业利润的压制，下游CPI的收缩体现消费的疲弱，可预期的出口回落，制造业投资增速回升必然是曲折和缓慢的。同时，“能耗双限”进一步降低了高耗能产业的产能，这势必将进一步拉低经济增速。

## 2.3 港股市场

港股市场三季度大幅下行，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 15.24%和 18.88%。节奏上来看，七月份港股快速下行，而八月至九初市场波幅较大，但九月中旬再度下挫。具体来看，1) 小型股 (-13.98%) 表现明显好于中型股 (-14.01%) 和大型股 (-16.31%)；2) 原材料业 (9.26%)，公用事业 (4.75%) 和能源业 (2.84%) 表现较好。

港股在二季度震荡修复之后，三季度受到政策影响再次转入下行通道之中。7 月中下旬国家出台教育“双减”政策，对 K12 教育机构进行限制，港股避险情绪升温，经历了估值下杀风险释放。其次，8 月末国家对未成年人过度使用甚至沉迷网络游戏问题，出台政策进一步严格管理，港股相关互联网和传媒公司受到较大的影响，市场担忧互联网监管前景。8 月中下旬中国华融发布盈利警告称，预计 2020 年归属于公司股东的净亏损超过 1029 亿元人民币。紧接着人民银行、银保监会相关部门负责人约谈恒大集团高管，恒大债务问题逐步进入公众视野。受信用风险的影响，资本市场整体风险偏好开始回落，港股也受到一定程度的冲击。

进入四季度，我们认为，全球经济将有可能步入类滞涨阶段。而市场在三季度较为充分地反映了产业政策收紧、信用风险暴露和海外政策逐步退出的预期，港股市场将阶段性触底。目前港股市场估值偏低，或具备安全边际，而港股在基本面得驱动下将呈现估值修复的过程。政策扰动最密集的阶段或已过去，目前港股的估值相对其他权益市场较为合理，再次具备配置价值。

主要的风险点在于：1) 中美经贸摩擦加剧；2) 通胀超预期上行，货币政策加速收紧；3) 疫情在全球范围出现大规模复发；4) 国内信用风险加剧；5) 产业收紧政策加速推出；6) 美元指数快速上涨。

配置方面，我们看好：1) 看好清洁能源运营商，预计在限电趋势下，煤、水、核三大传统电源增速均大幅下降，短期新能源装机难以弥补供给缺口，电力供需格局将持续趋紧。行业中部分优质的火电公司逐渐提高可再生能源的装机比例，价值有望得到重估；2) 全球处于经济修复与通胀上升的阶段，周期类板块配置机会，如原材料等，以及收益率上行受益的板块，如银行、保险；3) 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，如中游精密机械板块。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；4) 国内外疫苗接种进程稳健，线下消费场景逐渐打开，关注酒店、餐饮、香港本地零售、博彩等板块；5) 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；6) 在香港二次上市的稀缺新经济龙头。

## 2.4 美股市场

### 三季度美股市场表现回顾

7 月，强劲非农助推美股月初持续走高，Delta 变异病毒肆虐一度触发市场下跌，但大超预期的二季度业绩和经济复苏迹象提振美股强势反弹。7 月初，6 月强劲的非农就业数据助推美股市场持续走高；临近月中，虽然 6 月通

胀数据大超预期，但市场反应依然相对淡定，隔日鲍威尔国会听证会虽承认了短期通胀大幅上行压力，但依然维持一直以来有关通胀是暂时性且将回落的判断并表示在距离达到货币政策退出的标准依然有相当距离。7月中旬，Delta 变异病毒感染病例激增引发市场抛售，但受益于二季度大超预期的业绩以及经济复苏乐观情绪带动，美股在连日跌势中强劲反弹，道琼斯工业指数也于月末首次收于 35,000 点上方（7 月全月标普 500、纳斯达克综指、道指分别上涨 2.3%、1.2% 和 1.3%）。

8 月，7 月强劲非农数据及通胀的降温助推美股走高，零售销售下滑一度引发市场下跌，但辉瑞疫苗全面获批等积极因素提振市场风险偏好，股市月末大幅收高。步入 8 月，强劲的二季度业绩以及 7 月大超预期的非农就业使市盖过了投资者对 Delta 变异病毒对经济复苏的担忧，美股市场持续走高。月中，参议院通过 5500 亿美元新增基建法案以及 3.5 万亿美元支出决议，叠加 7 月通胀数据环比放缓，标普 500 和道指均再创新高。月中，因零售销售下滑引发对经济复苏的担忧以及家得宝不及预期的业绩，美股市场受挫。8 月下旬，受辉瑞新冠疫苗获美国 FDA 全面使用授权以及鲍威尔 Jackson Hole 会议鲍威尔相对鸽派言论提振，美股市场持续走高（8 月全月标普 500、纳斯达克综指、道指分别上涨 2.9%、4.0% 和 1.2%）。

9 月，月初非农大幅不及预期喜忧参半，纳指再创新高；月中市场一度反弹，但月末快速走高的美债利率及债务上限问题引发波动，股市大幅下挫。9 月初，纳斯达克综指再创新高，但标普 500 尤其是道指接连走低，反映出令人失望的 8 月就业数据为市场带来喜忧参半的情绪，大幅低于预期的非农一方面引发市场对经济复苏速度的担忧，但也削弱了市场对美联储近期削减 QE 的预期。步入月中，受多种因素共同影响，包括强劲的经济数据、对企业加税的担忧、Delta 变种病毒以及美联储可能改变的削减购债时间点等，美股三大股指大幅收低，遭遇广泛抛售。步入月末，9 月 FOMC 会议明显偏鹰，传递了较为强烈的减量可能很快开始的信号，但美股市场整体上涨；但在 9 月末的最后几个交易日内，美债利率快速上行，叠加对债务上限问题的担忧，美股市场大幅下挫（9 月全月标普 500、纳斯达克综指、道指分别下跌 4.8%、5.3% 和 4.3%）。

整体来看，三季度标普 500 指数上涨 0.2%，纳斯达克综指下跌 0.4%，道琼斯指数下跌 1.9%。分行业来看，汽车与零部件（8.3%）、商业与专业服务（4.4%）、保险（4.4%）及银行（4.1%）板块领涨，交通运输（-9.9%）、耐用消费品与服装（-7.1%）、电信服务（-4.0%）领跌。。

#### 四季度美股市场展望

政策方面，9 月 30 日新一财年前夕，国会两党达成了为政府提供临时性拨款直至 12 月 3 日的协议，避免了政府再度关门的窘境。如果之后再度出现类似于 2011 年 8 月的情形，又拖到最后一刻、甚至在极端情形下真的出现短暂的技术性违约、又或者被标普公司下调了主权债务评级的话，那么对于市场的冲击都可能将是巨大的，甚至不排除影响美联储 QE 减量节奏。而中美贸易方面，美国贸易代表戴琪发表了题为“中美贸易关系的新方法”的讲话，四季度或将重启部分商品关税豁免。

流动性方面，市场预计美联储将在 11 月宣布 Taper 的时间以及数量，而市场基本已有一致预期。但是对于加息

节奏而言，市场仍担心在原材料价格带动下，通胀仍会继续攀升，可能会将引起提前加息。目前市场预期 2022 年年底将开启加息周期。

资产配置方面，美国仍处于经济复苏阶段，工业补库存导致一定程度的电力和能源短缺现象，一方面因为天然气供应不足，价格上涨，一方面以为今年欧洲风电发电量不及预期，供电量不足。政府数据也显示，美国天然气库存比过去五年平均水平低 6.9%。同时，由于欧洲和亚洲市场天然气需求强劲，美国通过管道和液化天然气（LNG）货物的天然气出口激增，导致美国天然气价格飙升。建议关注天然气、光伏、氢能三个板块。对于科技类板块，由于 Taper 将近，短期可能会有扰动，建议谨慎持有。

## 2.5 原油市场

**原油：供需矛盾突出，震荡上行。**

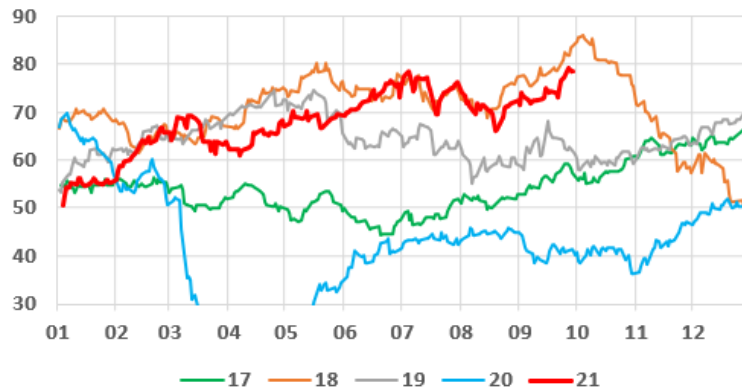
**三季度原油走势回顾：需求修复，油价反弹。**

三季度初以来，受 EIA、IEA 与 OPEC 三大机构下调供需缺口上调需求前景、墨西哥石油平台火灾、飓风袭击美国、伊朗新政府上台但伊核谈判仍停滞等因素的影响，国际原油价格呈现“V”字型走势。本月全球市场趋紧、疫情好转、燃油需求反弹、天然气价格飙升等因素均推动了油价走高，较 7、8 月份走势因需求修复有所反弹。9 月末，美元指数上行等因素使得价格上涨后出现明显波动。9 月国际油价呈上行趋势。截止 9 月 29 日，WTI 原油期货结算价为 74.83 美元/桶，较 8 月上涨 8.9%；布伦特原油期货结算价为 78.88 美元/桶，较 8 月上涨 8.0%，而布伦特-WTI 价差则扩张至 4.05 美元。OPEC 一揽子原油价格上涨 7.62 美元，至 78.37 美元/桶，涨幅 10.7%。

三季度全球疫情依旧肆虐，Delta 病毒已影响多达 170 多个国家。截至 9 月中旬，已在 49 个国家发现了其踪迹，更是值得后续关注。9 月全球疫情较 8 月高点稍有缓解，但单日新增病例最多的仍是美国、英国、土耳其、印度、俄罗斯等国家。9 月末美国疫情爆发较晚，再次进入混乱，累计新冠确诊病例已超 4333 万例。当前德尔塔与奥密克戎病毒前后夹击的情况下，疫情将使全球经济增速呈进一步放缓。

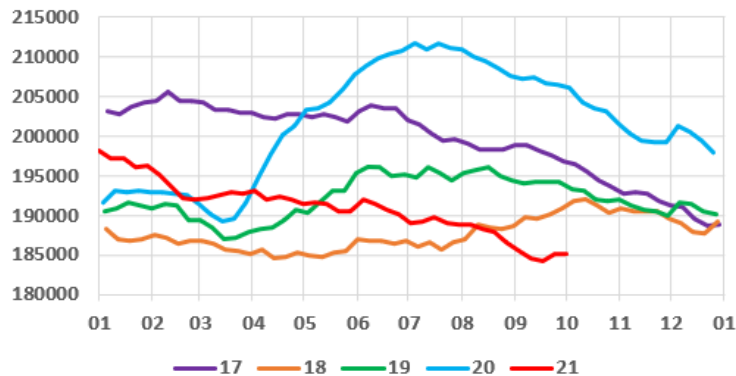
美联储 9 月点阵图显示美联储加息预期提前，美联储主席转鹰派，在 9 月 FOMC 会后称，几乎满足 Taper 条件，并透露明年结束加息最为合适。收紧预期的推动下，美元指数强势表现大幅上行，出现了近一年来的最高位，从宏观层面对大宗产品出现施压情况。

图：布伦特原油价格季节图（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

图：美国原油及石油制品库存（包含战略储备）



数据来源：Wind、招商基金

#### 四季度原油市场行情展望：

#### 四季度原油市场行情展望：预计油价将震荡上行。

利好因素方面，从需求端来看，从 2021 年第四季度开始，受压抑的需求强劲，美国等国家加强疫苗接种也会部分支撑石油需求强劲反弹。同时随北半球气温降低，用油需求仍将增加，供应将更加吃力。EIA、IEA 与 OPEC 三大机构看好原油需求的预期变化。全球原油需求三季度平均下滑，但有望在十月份增长 160 万桶/日。从供应端来看，主要产量国产量仍因未完全恢复而受限，供应承压。价格上涨并未让 OPEC 放松对于产量的恢复。此外，美国库存持续去化，仍维持在 2018 年以来的最低水平，使得油价得到支撑。

利空因素方面，从供给端来看，IEA 公布最新月度原油市场报告显示，8 月欧佩克产量增长 21 万桶/日，沙特阿拉伯、伊拉克领涨。之后若随着价格上涨，降低减产计划，将会带来同比增长。而四季度等待美国受飓风影响的恢复，产量将会带来增加。从需求端来看，9 月官方制造业 PMI 指数为 49.5%，低于上月 0.5%，再度回落至 50% 以下，仍为 17 个月来的低水平；美国 9 月 Markit 制造业 PMI 及服务业 PMI 均创下新低，反映了美国的经济增长降温，可能是受到需求见顶、供应链延迟、劳动力短缺等影响。并且虽然新冠疫情有所缓和，但仍存在 Delta 疫情的肆虐，新变种的新风险，如果蔓延，将对经济继续造成下行影响。

## 2.6 黄金市场

**黄金：三季度整体震荡先涨后跌，预计四季度先跌后涨，维持震荡格局。**

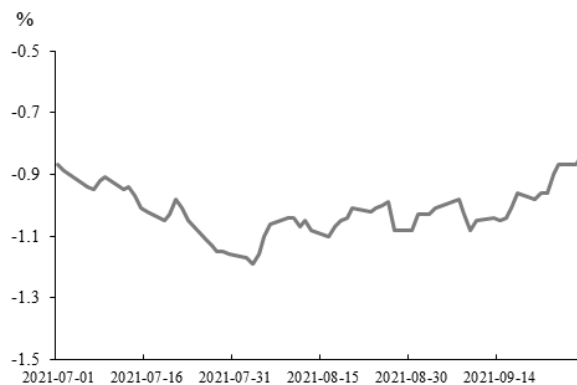
### 2021 年三季度金价回顾：

黄金价格在 2021 年三季度呈现整体震荡、先涨后跌的走势。2021 年 9 月 28 日收盘价为 1733.9 美元，较 7 月 1 日 1777.3 美元的收盘价下跌 2.5%。三季度高点于 9 月 3 日收 1829.9 美元，低点于 8 月 9 日收 1731.6 美元。我们认为 2021 年三季度黄金价格走势主要驱动逻辑如下：

一是疫情反复导致的市场风险偏好变化。7 月全球疫情再次出现反复，全球每日新增确诊（5 日移动平均）已从 6 月下旬不足 35 万例的低点反弹至 50 万例以上。欧美发达国家疫情的复发推升了市场避险情绪，黄金价格因此走强。各国疫情在 8 月下旬收缓，且欧美国家决定推进加强针。随后，全球疫情担忧逐渐消退。

二是实际收益率先下后上，对黄金价格构成影响。7 月美债收益率主要受实际收益率驱动，短期内疫情复发给全球经济复苏前景带来不确定性，且美债供需存在缺口，实际收益率承压下行。8 月初美国系列经济数据超预期抬高美元指数，同时美国财政刺激预期与美联储 Taper 预期得到明确，美债收益率拐点在三季度如期出现，三季度中后段持续上行。因此，黄金价格在 7 月至 8 月走强，9 月初见顶后开始回落。

图：10 年期美国国债实际收益率



数据来源：Wind、招商基金

图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格 2021 年三季度走势（美元/盎司）



数据来源：Wind，招商基金

## 2021 年四季度黄金市场展望

我们认为四季度 Comex 黄金价格可能将呈现先跌后涨态势，整体继续维持震荡格局。前期下跌的核心逻辑在于，美债收益率将继续上行并挑战 1.78% 的年内前高，核心驱动力来自于实际收益率将从 -1.2% 的低位向上修复，带动金价下行；此外，疫情也将持续修复抬高风险偏好，带动金价下跌；后期上涨的核心逻辑在于，实际收益率上行见顶叠加疫情基本平复，对金价的边际作用减弱。美元重回下行周期，带动金价上涨。

美债收益率前期上行的主要动力在于就业市场持续改善和美债供需缺口缓解。9 月起联邦层面将彻底停止发放额外的失业救济金福利，同时学校也逐渐复学推动在家照顾孩童的家长返岗。疫情好转以及财政刺激的退潮将为四季度的美国就业市场带来确定性修复。

另一方面，美债的供需缺口在四季度有所缓解。需求端来看，对财政存款的压降在三季度基本完毕，未来财政存款将转向增长成为流动性抽水机，美债需求边际减弱。供给端来看，美债供给可能在四季度继续放量。在美国就业市场持续改善和美债供需缺口得到缓解的情况下，美债收益率将继续上行。受此影响，黄金价格将在四季度前段延续下跌态势。但我们预计本轮美债收益率难破年内前高，主要因为货币政策将超预期宽松和财政政策刺激力度不及预期。货币政策方面，下半年货币领域把握偏鸽主线，实际落地节奏将比当前暗示的幅度更加鸽派。货币超预期鸽派+财政刺激发债力度不及预期将使得本轮美债收益率反弹难破前高，反弹见顶叠加疫情平复后对黄金的边际作用趋弱，四季度美元重回下行通道或将对金价再次起到提振作用。

## 2.7 汇率市场

**汇率：预计四季度人民币偏弱运行，美元指数中短期有上行空间。**

**三季度汇率走势回顾：人民币汇率维持震荡，美元指数走强。**

在 2021 年三季度，人民币汇率整体稳健下小幅震荡，美元指数前期维持震荡走势下在 9 月开始走强。总体来看，人民币汇率保持相对稳健的背后依然是高企的结汇意愿所支撑以及中美关系有边际缓和，与此同时，美联储表态偏鹰、宣布缩减购债已经箭在弦上，以及近期美债利率快速上行，美元指数在九月出现了一定幅度的快速上行。

宏观经济的景气程度和汇率的变化息息相关。汇率的变化是宏观经济发展情况的侧面反映，相对稳态的经济发展减少了汇率的波动程度。另外，相对平稳的汇率表现，体现了市场对于未来经济平稳增长的预期。



图：美元兑人民币汇率走势图



数据来源：Wind、招商基金

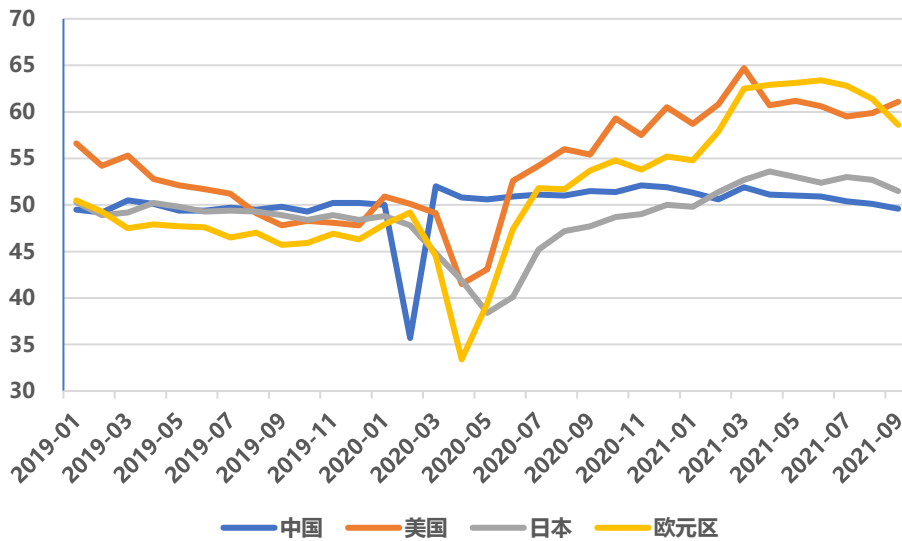
**四季度汇率走势展望：预计人民币可能偏弱运行，美元指数中短期有上行空间。**

对于四季度汇率走势展望，预计人民币可能偏弱运行，美元指数中短期有上行空间。

对于人民币偏弱运行的判断主要来自以下几点分析：首先美元指数在四季度缩减购债推动下大概率趋于上行，给人民币带来一定的压力。其次四季度国内经济增长动能可能进一步放缓，中美货币政策和基本面的差异或将扩大，基本面对人民币汇率在升值空间上的支撑或有限。在中美利差方面，其在四季度有一定收窄的概率但幅度有限，预计整体较为温和，在一定程度上给美元指数提供支撑，利空人民币汇率。并且央行已基本退出对人民币汇率的常态化干预，在下一阶段重心将侧重于发展外汇市场，持续稳慎推进人民币国际化，但在必要时刻其仍会出手稳定市场预期。考虑以上几点分析我们认为今年四季度人民币汇率将是偏弱运行的走势。

美元指数方面，预计在四季度美元指数将表现得更加强势。从经济基本面看，美欧对比下来，预计为美强欧弱，虽然美国经济复苏的前景也并不明朗，美欧制造业 PMI 差值与美元指数走势自 2020 年以来基本呈现正相关关系，并且在面临拐点之时，美欧制造业 PMI 差值会领先美元指数大约两个月左右的时间，因而预计美国经济将为美元指数提供弱撑。就业形势的好转将加速美联储收紧政策的步伐，9 月 FOMC 会议中提到最快将在 11 月开始缩减购债，并且上调了通胀预期，而且可能在明年加息，预计会给美元指数一定的上行动能，美元指数预计四季度会整体偏强，但上行空间有限。年内美元指数走势在 Taper 落地前将继续受消息面扰动呈现阶梯式上行态势，主要逻辑为通胀延续高位，美联储官员会逐步释放鹰派信号，缓解后期具体宣布时的冲击。后续美元指数主要压力来自于疫情不得缓解，就业低迷，可能会因经济数据不乐观出现阶段回调。

图：中国、美国、欧元区等主要经济体 PMI



数据来源：Wind、招商基金

### 3 股债投资策略

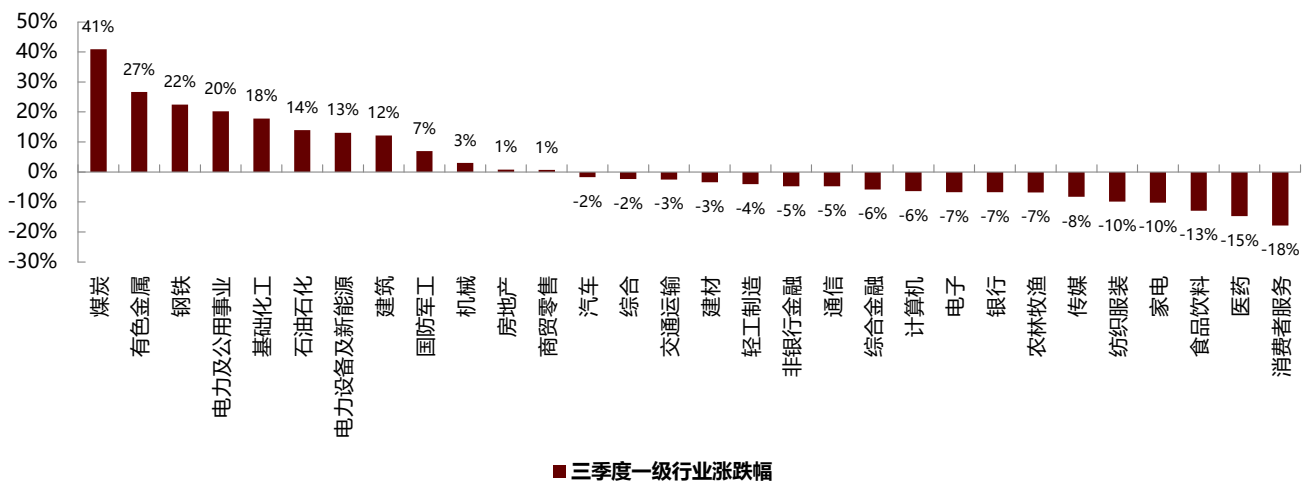
#### 3.1 A 股投资策略

四季度的总体策略是：在经济增长压力和政策不确定的背景下，结构性投资机会依旧是主旋律，注意过于拥挤的投资赛道上的估值情况。

市场估值的合理修复，关注前期估值下杀较多的行业。板块间的资金流动，带动港股中的互联网平台公司的在国庆假期的强势表现。9 月份宏观数据显示的服务业好转亦将提升互联网平台公司的营收表现。

低估值的受益于消费恢复的相关行业具备较高的投资性价比。即使在国内国庆社服数据表现并不突出的背景下，服务业的恢复仍是大概率事件。

图：2021 年三季度行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

我们建议可以关注以下两类行业：

**第一类：**考虑到四季度的经济增速面临一定的压力，选择目前仍处于快速的发展过程中、政策的支持力度大、十四五规划中明确表态将要加快发展的行业。针对于具体的主题风格，建议关注“碳中和”背景下的相关的行业 and 个股。在考虑细分行业估值的前提下，建议关注的维度以及相应的行业主要有：能源自主可控；提升环境可持续发展；已有产业的能力提升；提升市场效率、促进生产要素流通等。

**第二类：**目前行业和公司的回调较为充分，同时具备长期的投资价值的相关行业和公司。核心逻辑是随着收入的不断提升，必须消费品的未来的长期发展空间仍在。比如，由于受近期的社零数据不佳而导致股价长期回调的食品股；估值合理的受益于消费恢复的服务业和制造业。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/9/30	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位 (2010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	19.1	32.1	11.6	17.7	58%							√				
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	31.2	64.1	18.2	28.9	56%							√				
	A股整体剔除金融服务	30.6	53.3	17.3	26.8	64%								√			
	上证50	10.8	20.9	7.0	10.1	66%									√		
	沪深300	13.1	25.2	8.1	12.5	61%									√		
	中证500	19.2	79.9	16.2	30.2	4%	√										
	中证1000	35.9	125.5	20.0	47.3	19%		√									
	中小板100指数	31.6	59.2	18.7	30.9	54%							√				
	创业板100指数	56.7	123.1	27.8	52.2	64%								√			
	中小板综合	35.5	85.8	23.3	41.3	27%				√							
创业板综合	78.4	174.9	28.9	62.8	72%										√		
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	8.2	20.9	7.5	9.7	11%		√									
	上证沪股通AH溢价指数	7.6	9.8	3.0	4.3	65%								√			
	上证指数/标普500	0.5	1.5	0.4	0.6	16%		√									
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	4.3	7.9	2.6	4.1	57%							√				
	创业板综合/沪深300	6.0	13.9	2.9	5.3	61%								√			
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	5.0	6.0	1.6	3.2	93%											√
	创业板综合/沪深300	3.5	5.3	1.4	2.8	73%									√		

数据来源：Wind、申万宏源、招商基金

## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

#### 市场回顾

7月初，国常会提及“降准”随后央行宣布降准0.5%，释放流动性1万亿，不仅打消了市场对于央行可能收紧的预期，还进一步增强了市场对于未来经济走弱货币政策降息的预期，10年国债收益率快速下行，最低至2.8%附近。8-9月，经济基本面和金融数据的走弱、叠加宽松的资金面成为债市利好，但宽财政宽信用政策、资管监管和债券供给发力也形成利空，债市收益率在8-9月走势为窄幅震荡。

2021年四季度利率产品展望：

基本面方面，已公布的景气指数显示9月经济运行制造业转向收缩，但服务业有所好转，主要是疫情好转所致。最新9月高频数据显示，生产大部分走弱，大宗商品价格大体走强。生产方面，受能耗双控影响，全国高炉开工率、PTA负荷率、半钢胎开工率继续小幅回落，受益能源价格高企，地炼开工率基本维持8月水平。需求方面，9月30

大中城房地产成交面积环比 8 月为回落，同比增速也大幅回落。9 月前四周乘用车总体零售同比下降 13%，批发销售同比下降 31%。南华工业品、CRB 指数 9 月全部走高。展望四季度，金融数据预计能够见底并小幅抬升，物价数据尤其是 PPI 预计仍处高位，制造业投资继续好转，基建投资见底回升，能耗双限政策下，预计生产难言乐观，这对债市是相对确定的利好。

资金面方面，根据央行降准后货币操作、政治局会议的表态，央行在跨季上及时给与了资金呵护，当宽信用尚未达到目标，预计央行不会收紧货币政策，也就意味着资金面在四季度大体不会收紧。

投资策略：

(1) 绝对值水平，10 年国债在去年宏观经济悲观+美联储大放水时达到了 2.5% 的极低水平，在经历降准后，10 年国债迎来了一波达 30BP 幅度最低到 2.8% 左右的行情，大约透支了约两次幅度的降息；伴随收益率向下，潜在空间也越来越窄；所以如果 10 年国债再度步入 2.8% 以下，建议适当减仓减久期。但我们也不排除财政政策、一级供给和市场情绪（比如股市走强），加上本就偏低的绝对收益率水平，也可能推动 10 年国债回升至 3%-3.1% 的水平，这时对债市而言是机会。

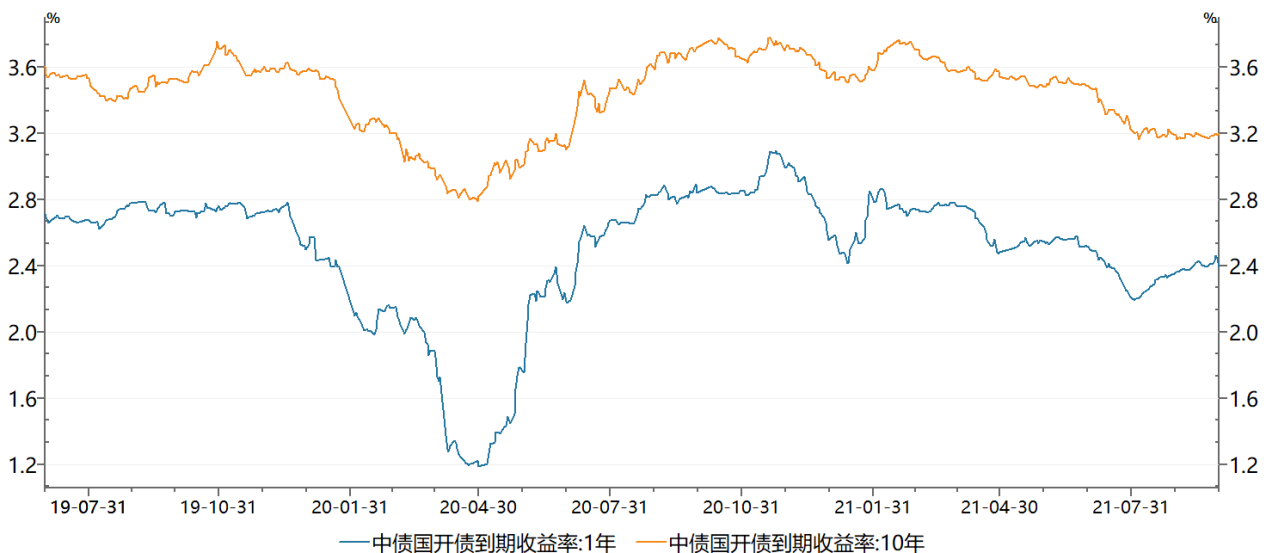
(2) 预计货币政策宽松短期仍将延续，组合杠杆可维持中高水平。

(3) 信用利差水平仍然偏低，配置方向应当是流动性较好的信用债品种或成本计价的资产，便于调仓。

(4) 挖掘相对价值，近期监管出手整治国有大行和股份制的摊余成本法理财，长久期的银行二级资本债、银行永续债和私募债与其他品种利差进一步走扩，收益率绝对水平已经具有一定价值，配置型账户可以考虑择机配置作为底仓。

(5) 债市目前多空交织，运行主要逻辑变化较快，应对更重要。在操作上更需关注市场情绪与各信用品种债券正常估值的匹配与偏离，对过热的市场情绪需要冷静。

图：中债国开债到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

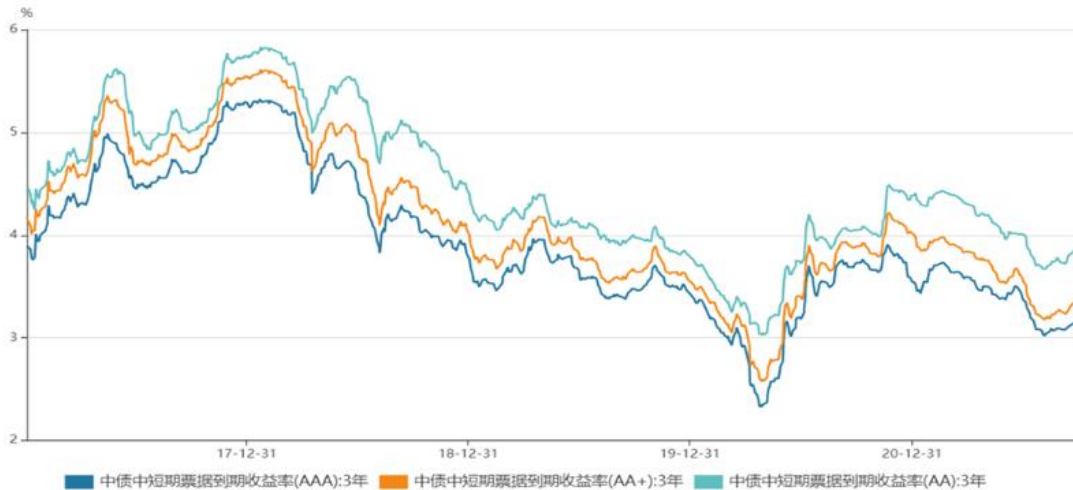
### 3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年三季度全市场信用债发行情况较往年同期表现较强，总发行和净融资均处于近五年最高水平，其中总发行 32994 亿元，净发行 5938 亿元，由于总发行规模相较往年有较大幅度增长，导致净发行量达到近年来最高水平。其中三季度公司债、企业债及中票合计发行金额为 18131 亿元，净融资额 5467 亿元，相较二季度长债净融资规模有明显涨幅，信用债一级市场的有效供给有较大回升。

二级市场方面，进入三季度以来，信用债二级市场收益率整体呈震荡下行趋势，且中长端下行幅度更大。以 AAA 级中短期票据为例，三季度 1 年中短期票据收益率下行 12BP，3 年中短期票据收益率下行 22BP，5 年中短期票据收益率下行 19BP，中长端下行幅度超过短端，期限利差走势分化，3-1y 期限利差收窄 10BP，而 5-3y 期限利差相对走阔 3BP。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，各期限品种信用利差整体走阔，短端信用利差变化不大，处于历史 31%分位水平，3y 信用利差较 6 月末走阔 2BP，处在历史 38%分位水平；5y 信用利差较 6 月末走阔 7BP，已接近历史 70%分位水平。

图：中债中短期票据到期收益率（3 年期各等级）走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：中债中短期票据到期收益率（AAA 等级各期限）走势图



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，今年三季度短期融资券总发行量为 12810 亿元，净融资为-95 亿元，环比分别增加 1074 亿元和 407 亿元，短融总发行量和到期偿还量均位于近五年历史同期较高水平（总发行量近五年最高，净融资量仅次于 2018 年同期），对整体信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，三季度短融收益率整体呈现震荡下行趋势，等级利差走势分化，其中 AAA 短融收益率下行 11BP，AA+短融收益率下行 10BP，AA 短融收益率下行 16BP。目前 1 年期各等级短融信用利差较 6 月末变动不大，均处于历史 10%分位以上。其中，1yAAA 品种利差处于历史 34%分位水平，1yAA+处于历史 19%分位水平，1yAA 处于历史 12%分位左右水平，反映出在三季度市场因多因素作用而走势震荡的行情背景下，机构博弈持续进行，并未形成明显共识。

图：短期融资券到期收益率（各等级一年期）走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

整体而言，近一个季度信用债收益率呈现震荡行情，近期地产债的市场关注度较高，特别是国庆期间花样年的意外违约，使得市场对于民营地产业商信心变得极其敏感和脆弱。考虑到当前政策本身并未转向，对于出现信用风险事件的个别房企而言，依然是在保障居民合法权益的前提下，强调市场化、法制化处置，我们判断四季度地产商面临的融资环境依然较为严峻，当下对地产行业的信用下沉应谨慎。**我们认为，2021 年四季度信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力追求增厚收益。**

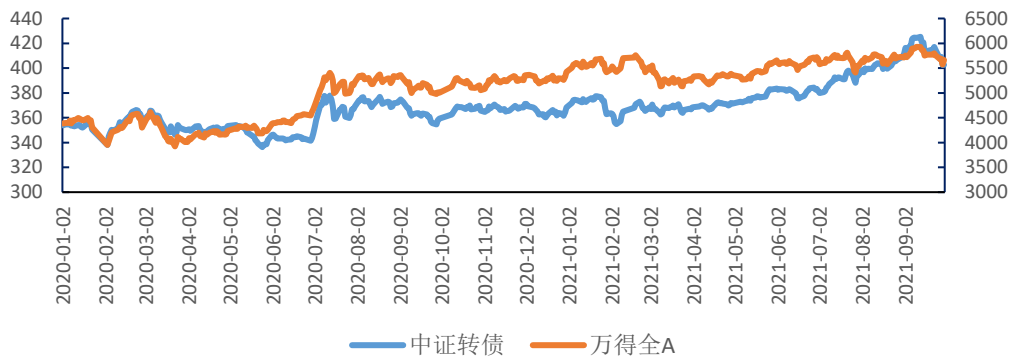
### 3.2.3 可转债

三季度 A 股市场与转债市场先涨后跌，截止到 9 月 30 日，三季度万得全 A 下跌-1.00%，中证转债上涨 6.39%，转债市场表现明显优于股票市场。具体来看，7 月以光伏、新能源车、半导体为主的成长型转债平价和估值双升，带动市场整体快速上行。8 月至 9 月初有色、钢铁等周期板块成为市场主线。9 月中下旬在 8 月消费增长显著低于预期，制造业投资回落，PMI 持续下降，能耗双控政策下市场整体出现趋势性回调。目前全市场转股溢价率均值 35.13%，

较二季度末上升 8.00 个百分点，目前处于 2017 年来 98.2%分位数水平。三季度估值上行主要原因第一是在降准落地、通胀预期缓解下利率下行空间打开，一二级债基加大对转债配置力度；第二是供给层面后期新上市转债规模较二季度有一定下降，有利于转股溢价率中枢上升。

展望后市，正股层面，目前经济增速下行压力加大，上下游持续分化、投资及消费偏弱特征突出。同时以能源价格为主的大宗商品价格快速上涨导致中游制造业盈利能力持续受到挤压。转债估值层面，目前转股溢价率处于绝对高位，如若权益下行时转债面临平价和转股溢价率双杀的局面。同时考虑到今年 1 月 31 日后原股东申购转债纳入短线交易管理范围，有半年锁定期，目前这部分限售转债逐渐进入解锁期，后续市场应警惕大股东解禁带来的转债抛售风险，对转股溢价率有一定压制作用，但幅度预计有限。策略上后续建议在配置上更加均衡，关注低估值消费、金融板块的结构性机会；成长板块中产业逻辑坚实、盈利周期向上、政策支持明确的细分行业在回调后可择机加大配置力度。

### 可转债市场表现



数据来源：Wind

**风险提示：**以上投资观点、看法及思路仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化改变。对于引自证券公司等外部机构的观点或信息，我们并不对该等观点和信息的真实性、完整性和准确性做任何实质性的保证或承诺。提及个股及企业仅为了对市场情况进行说明展示，并不构成对个股或企业的投资推荐。基金产品或相关指数过往业绩不代表未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金评价结果及排名不是对未来基金表现的预测或保证，也不构成投资基金的建议。未经同意，本材料内容请勿引用或转载用于其他用途。基金投资需谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》《招募说明书》《产品资料概要》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。