



# 招商基金投资策略报告

2021年11月



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>8</b>
2.1	A股市场 .....	8
2.2	债券市场 .....	9
2.3	港股市场 .....	10
2.4	美股市场 .....	11
2.5	原油市场 .....	12
2.6	黄金市场 .....	14
2.7	汇率市场 .....	15
<b>3</b>	<b>股债投资策略</b> .....	<b>17</b>
3.1	A股投资策略 .....	17
3.2	债券投资策略 .....	18
3.2.1	利率产品 .....	18
3.2.2	信用产品 .....	20
3.2.3	可转债 .....	21

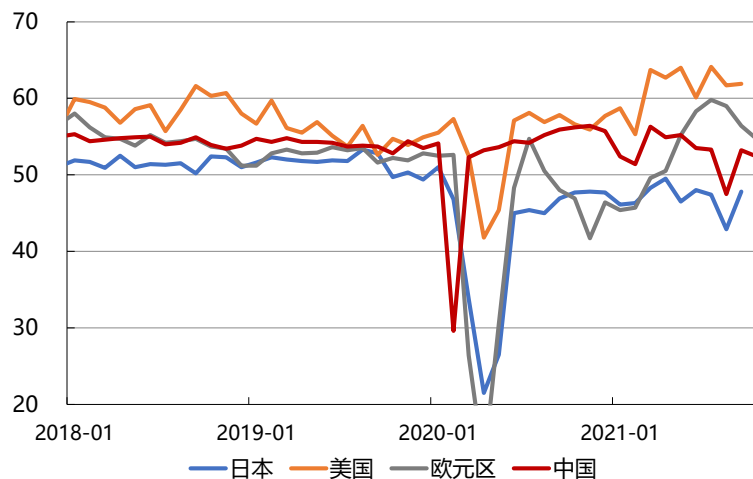
# 招商基金 2021 年 11 月投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

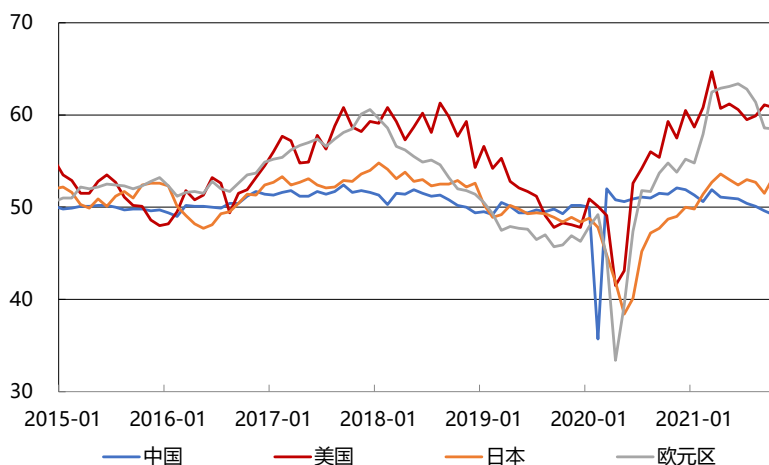
**全球服务业的恢复是未来一段时间内全球经济的最大看点。**从非制造业 PMI 的数据中可以看到，目前美国的服务业恢复情况较好，欧洲、中国和服务业的恢复也呈现出较好的恢复状态。我们认为，服务业的恢复主要受益于疫苗的接种，以及新冠疫情的逐步控制。在制造业受困于通货膨胀的背景下，服务业由于其需求的相对刚性，价格能够更好地传导到消费者，因此预计服务业的相关行业的盈利表现将会更加突出。但需要说明的是，相较于可选消费，必选消费的投资机会预计将会更好。主要是由于需求刚性的服务业的价格传导将会更加顺畅，相关行业公司的盈利表现将会更加突出，所对应的投资价值也会更大。

图：全球非制造业 PMI 情况



数据来源：Wind，招商基金

图：全球制造业 PMI 情况



数据来源：Wind，招商基金

**居高不下的全球通胀以及疫情的反复仍是未来一段时间内需要重点关注的情况。**从近期的市场表现来看，虽然

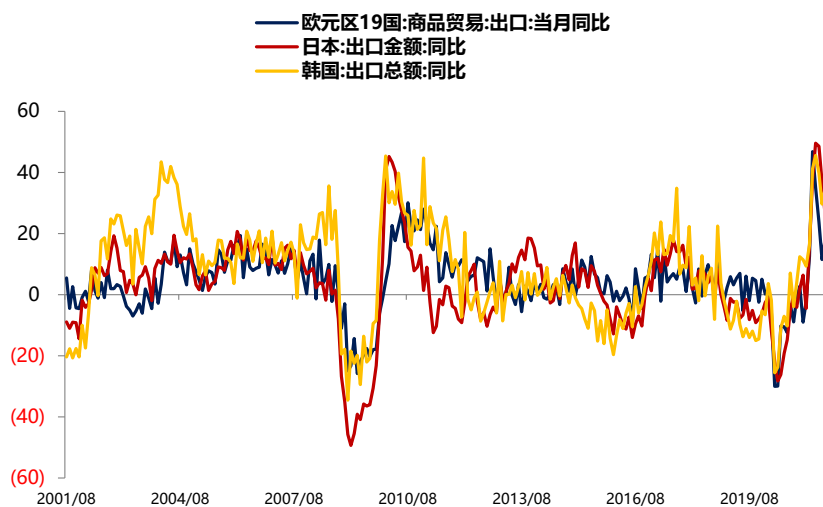
标普 500 指数一直走势强劲，但是从美国国债收益率和美国国债的实际收益率中所隐含的通胀预期中可以看到：目前美国的通胀预期仍处于一个较高的位置，这主要是由于美国大量的货币发行带来的资产价格的上升所造成的。美国作为全球最大的经济体，在通胀预期较高的背景下，所带来的货币政策的变化，将会对全球的资本市场形成较大的影响。美国的货币政策的退出，已经箭在弦上。美国货币政策的退出将会不利于新兴市场的表现。另外一个需要关注的情况是疫情的反复。从欧元区、日本、韩国这几个经济体的出口金额的同比增速中可以看到，疫情的反复使得这几个经济体的出口增速冲高回落。不断变化的疫情情况，形成了当今世界经济发展中的最大变量。从供给和需求两端来看，疫情的变化影响更加会集中于供给端。开工受限所带来的产能不足，使得部分商品出现了涨价的情况。商品的涨价会进一步遏制消费的需求，对经济的恢复形成了一定的遏制。预计全球经济的恢复将会是一个比较漫长的过程。

图：美国的通胀预期情况



数据来源：Wind，招商基金

图：欧元区、日本和韩国的出口情况



数据来源：Wind，招商基金

## 1.2 国内市场

国内：10 月份经济数据继续回落，货币整体维持相对宽松

**10 月份经济继续回落。从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松。投向实体的信用继续回落，企业中长期贷款增速继 6 月份见顶后持续回落。**

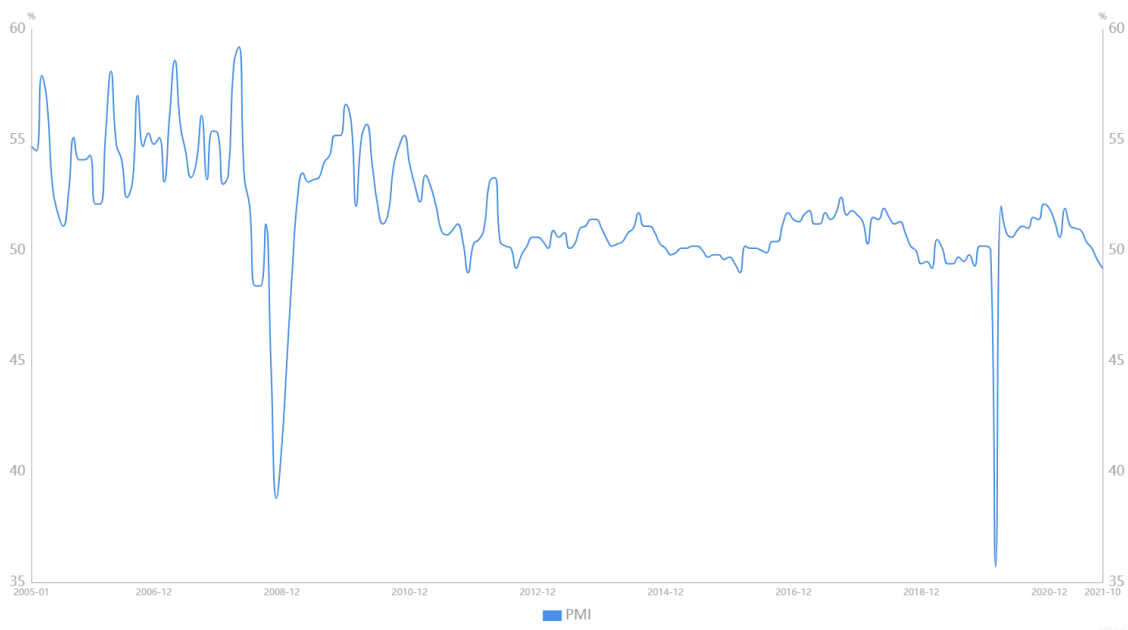
10 月份制造业 PMI 数值继续回落，在 9 月份回落至荣枯线以下后，10 月份录入年内新低 49.2。从需求结构上看，固定资产投资、地产投资、基建投资、制造业投资增速继续全面回落。其中仅制造业投资增长相对韧性较强，仍维持在 10% 以上的较高增速，地产开发投资增速也回落至 10% 以内。基建投资增速继续进一步下滑，并未开始发力。除此之外，社会消费品零售总额继 8 月份大幅下滑后，9 月份略有回升，录得 4.4%。9 月份出口增速维持 8 月份的回升态势，录得 19.89%。整体来看，经济整体继续回落，出口是唯一亮点。

表：9 月固定资产投资、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 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 9 月	2021 年 6 月近两年 CAGR	2021 年 7 月近两年 CAGR	2021 年 8 月近两年 CAGR	2021 年 9 月近两年 CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	0.8	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	4.5	4.2	4.2	4
房地产开发投资完成额:累计同比	5.6	7	25.6	21.6	18.3	15	12.7	10.9	8.8	8.3	7.9	7.7	7.2
基础设施建设投资:累计同比	2.4	3.4	26.8	16.9	10.4	7.15	4.19	2.58	1.52	3.5	2.7	2.3	2
制造业投资:累计同比	-6.5	-2.2	29.8	23.8	20.4	19.2	17.3	15.7	14.8	2.6	2.6	3.1	3.6

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

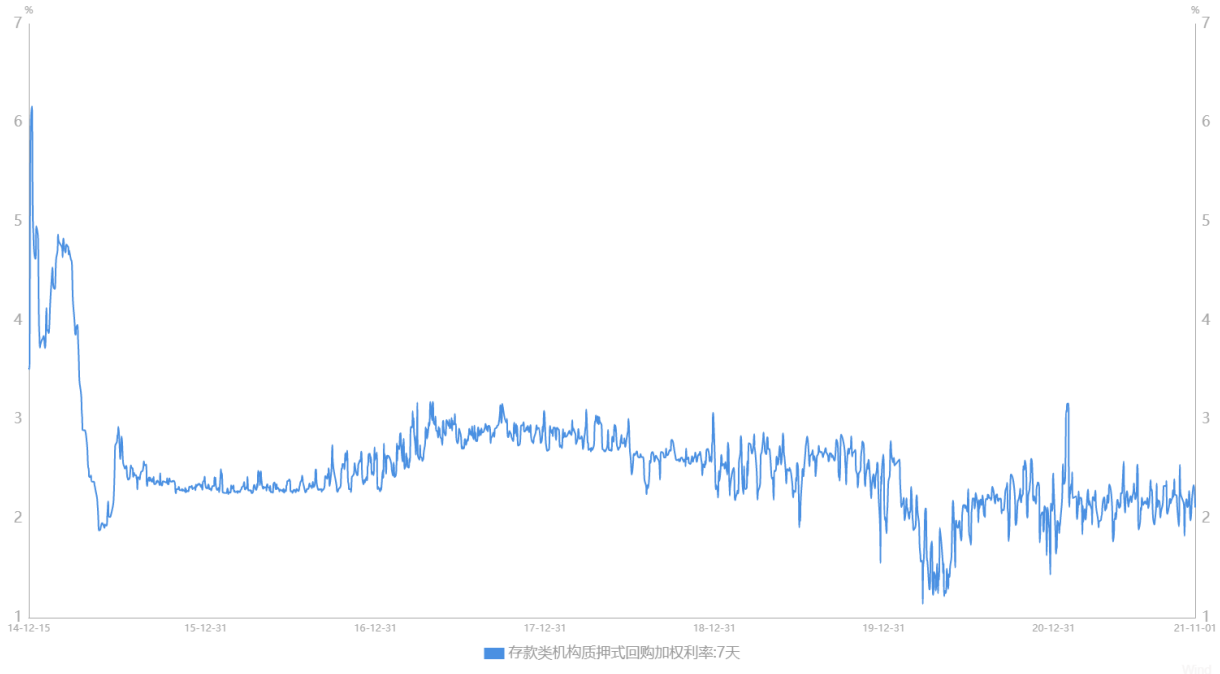
图：制造业 PMI 在降至枯荣线以下后继续创年内新低



数据来源：Wind，招商基金

狭义流动性依然维持相对宽松。受 8 月份超储率下降以及房地产债务风险快速上升影响，9 月份 DR007 波动有所加大，但进入 10 月份以来，DR007 回归窄幅波动，且中枢依旧平稳。

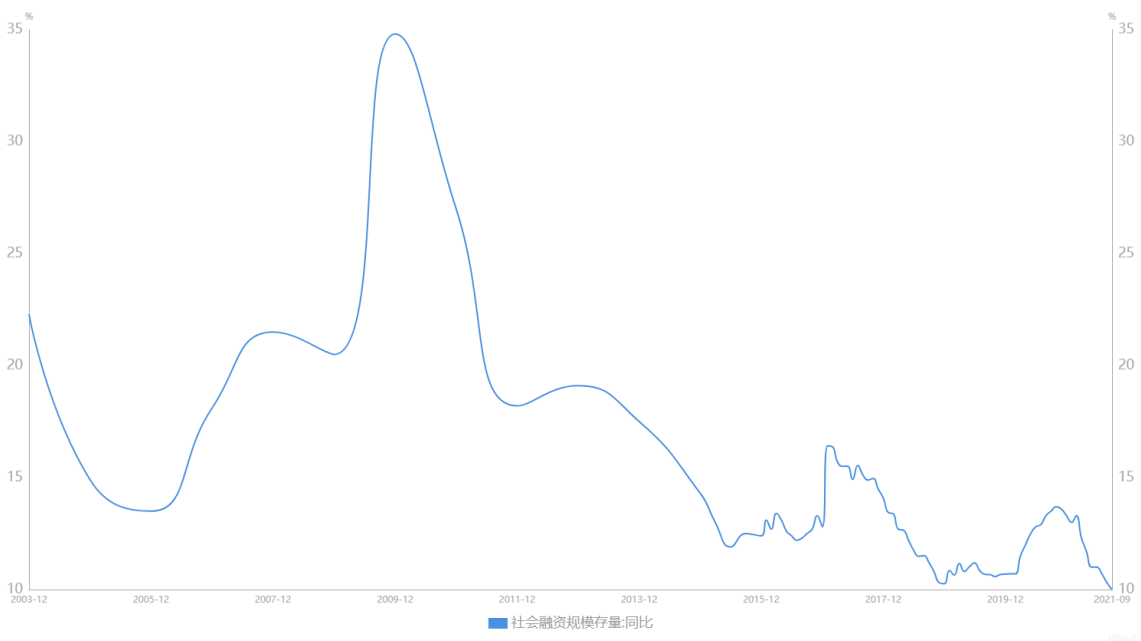
图：DR007 回归窄幅波动，且中枢依旧平稳



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继续回落，且录得 2003 年有数据以来的新低。从两年年化增速来看，整体下滑幅度虽更为温和，但也在下滑趋势中。从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资，继 6 月份见顶后，持续回落。

图：社融存量同比继续下滑，且录得历史新低

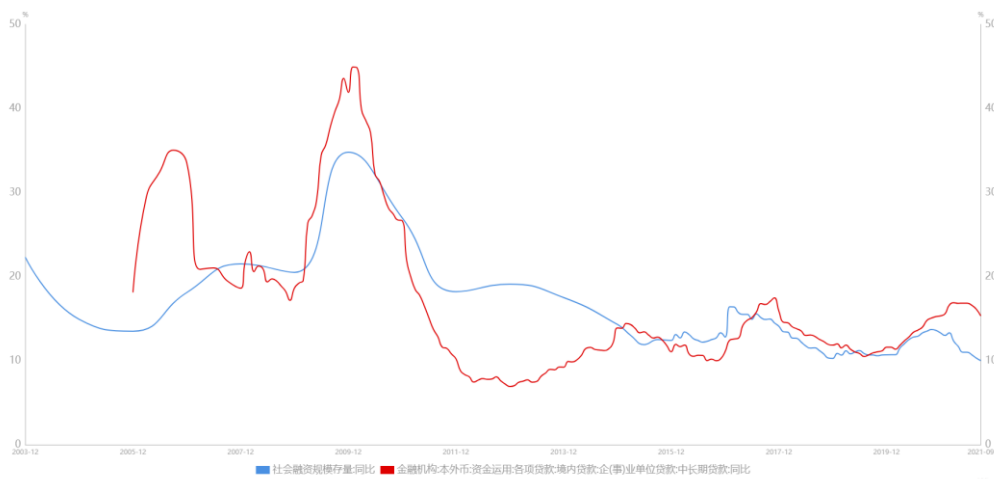


数据来源：Wind、招商基金

**图：社融存量2年 CAGR 继续下滑**

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	11.90
2021年7月	10.7	11.79
2021年8月	10.3	11.79
2021年9月	10	11.74

数据来源：Wind，招商基金

**图：企业中长期贷款同比在6月份见顶后持续回落**


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，9月份PPI再创年内新高，且同时创下历史新高。从各原材料10月份价格情况估算，预计10月份PPI还将走高。但考虑到10月份以来，按照党中央国务院部署，政府各方均以前所未有的力度推进落实能源的保供稳价工作，且政策思路也从“减产”向“保供”转变；加上需求端持续下滑，我们判断，10月份PPI有可能将是未来半年至一年的高点。CPI仍保持在正常区间内。

图：9月PPI再创新高，CPI仍保持在正常区间内



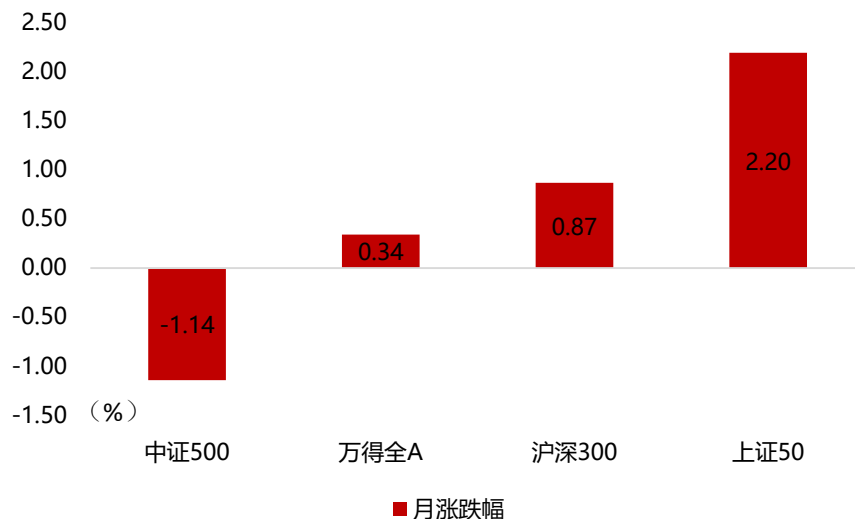
数据来源：Wind，招商基金

## 2 大类资产观点

### 2.1 A股市场

从十月份的表现来看，市场风格发生了一定的变化。以沪深300为代表的大盘股跑赢了以中证500为代表的小盘股。我们认为这主要是由两个原因所造成的，第一个原因是资金面扰动带来的市场风格的变化，第二个原因是行业表现的风格变化。在十月份，受地产违约风波的影响，市场的资金情况出现了一定的扰动。资金面的短期快速变化，使得小盘股的表现受到了一定的压力。在十月份，行业表现的风格也发生了一定的变化，部分消费行业个股的表现较为突出。以上两个因素使得十月份的大盘股的整体表现优于小盘股的整体表现。

图：2021年10月份主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金



图：上证指数市盈率情况



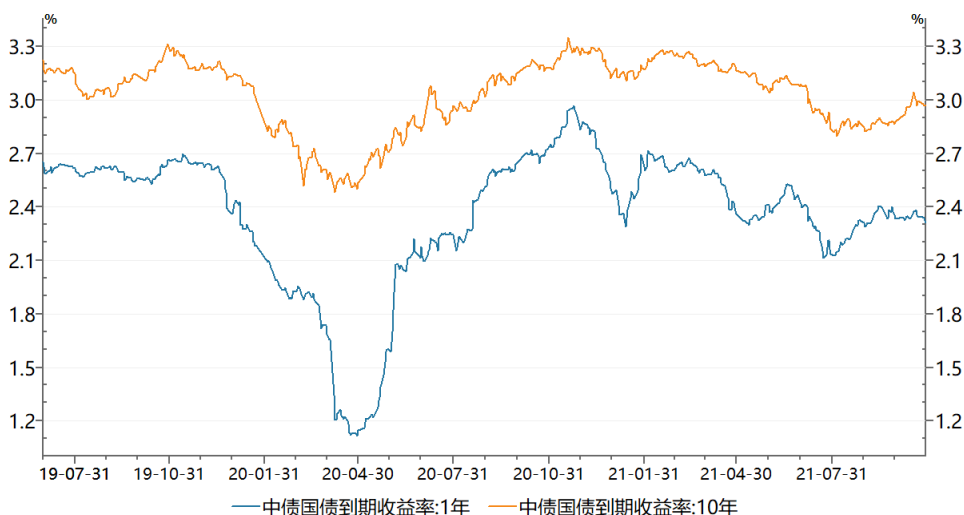
数据来源：Wind，招商基金

目前来看，相对合理的市盈率使得股市大幅下跌的可能性较小，预计短期内整理震荡是一个大概率的形式。以上证指数的市盈率为例，当前市场的市盈率仍旧处于一个合理的区间范围内。今年以来，市场出现了杀估值的情形。企业的盈利改善明显，但是股票市场没有出现大幅的上涨。因此，消化了去年大幅上涨所带来的较高的估值，使得当前的市盈率处于一个相对合理的位置。从近几年股票市场指数的涨幅与 GDP 发展增速的比较来看，股票市场涨幅与 GDP 增速基本保持一致，甚至略低于 GDP 的增速。在中国经济发展稳中向好的背景下，股票下跌不具备经济基本面的基础。在估值相对合理的背景下，长期看好中国股市的发展。

## 2.2 债券市场

2021 年 10 月，债券市场走势为震荡调整。资金面较 9 月继续宽松，全月看 R001 和 R007 月度平均值较上月回落，国股存单 6M 和 1 年期收益率月末较 9 月上升。10 月债市不同品种期限利差走势不一，信用利差各期限基本呈走阔趋势。

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：基本面预计四季度仍为走弱，货币政策预计仍维持宽松，这是中长期债市走强的基础。季度来看，主要关注点在于宽信用能否实现，如央行对房地产政策的纠偏带动的资金需求，如绿色金融工具作为直达实体的金融工具对信用的支撑力度。同时外部环境上，美联储大概率在 11 月推出 Taper。结合基本面、资金面、政策面和外部环境，预计债券市场短期仍是窄幅震荡的格局。

## 2.3 港股市场

10 月恒生指数上涨了 3.3%，恒生国企指数上涨了 2.7%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，1) 大型股（涨 3.4%）表现最佳，中型股（跌 1.9%）表现好于小型股（跌 3.5%）；2) 香港本地/外资股（涨 2.7%）表现优于中资股（跌 2.3%）；3) 行业方面，恒生资讯科技业（涨 7.1%）、非必需性消费业（涨 6.7%）和公用事业（涨 2.8%）表现最佳，恒生医疗保健业（跌 8.2%）、能源业（跌 3.6%）和地产建筑业（跌 2.1%）表现较差。

海外方面，10 月美国国会通过临时预算案，政府暂时避免关门，不过债务上限问题依然未能解决。能源紧缺情况升温、价格飙涨，叠加 OPEC 仍按原计划不进行增产，原油价格延续上行，原油价格突破多年高点。经济方面，美国第三季度 GDP 实际同比 4.9%，低于前值 12.2%；供给瓶颈仍在困扰经济增长；供给冲击加重了通胀的持续性，通胀增速持续在高位，使得居民购买力快速下降。拜登宣布了 1.75 万亿美元的缩水版社会支出基建计划。货币方面，美联储首次展示 Taper 路线图，最快或 11 月启动。

国内方面，银保监会要求保障煤电、煤炭、钢铁等生产企业合理融资需求，发改委要求全力增加电力供应保障能力、确保电力可靠供应。经济方面，三季度 GDP 两年复合增速 4.9%、较二季度增速大幅下滑 0.6 个百分点。结构上，出口韧性较强，投资、消费均大幅回落，其中投资走弱与地产调控加码下房企投资收缩有关；消费持续疲弱，与疫情反复，居民消费倾向持续下降有关；出口受到价格因素和海外疫情反复的支撑，短期有韧性，但在新订单持续回落下，中期仍有压力。货币方面，应对中小企业经营压力，国常会进一步加大助企纾困力度，将在今年四季度对制造业中小微企业实施阶段性税收缓缴措施。市场方面，公募基金三季报已完成披露，三季度新能源板块获得公募基金大手笔增持。

- 1、截止 10 月 29 日，恒指 PE (TTM) 为 10.4 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 8.1 倍，较 9 月底的 10.1 倍、8.0 倍有所上升。
- 2、截止 10 月 29 日，离岸人民币兑美元汇率本月上升 0.68%，美元兑离岸人民币汇率为 6.4057。10 月 29 日人民币 3 个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为 446bp，低于 9 月底的 540bp，显示 10 月份人民币贬值压力有所下降。
- 3、恒生 AH 股溢价指数较 9 月底略有上升。截至 10 月 29 日，AH 溢价指数为 144.33，高于 9 月底的 143.38。10 月份，南向资金净流入规模达到 80.82 亿港元，较上月有所下滑。

展望 11 月，产业政策趋严虽有不确定性，但是最悲观情形或已过。而国内经济增长边际放缓、11 月 Taper 宣布临近，港股市场大概率仍处于震荡行情。板块配置上，（1）虽然互联网后续仍会有一些细则的产业政策出台，但是最悲观预期或已过去。目前整体互联网板块估值低，盈利确定性高，配置价值凸显。（2）清洁能源板块中，港股新能源运营公司普遍估值偏低。而且作为一种清洁能源具备“碳中和”概念。而且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，而且近期煤价收到国家严格管控。（3）品牌力强的纺服国产品牌体现出明显的“国产替代”效应，近半年保持超高的销量增速。消费者对其从“性价比”也渐渐形成了一种新的潮流。（4）本轮疫情接近尾声，在全面免疫下，后续边际影响逐渐减弱，线下活动将明显修复。部分香港本地股或引来估值修复机会。（5）部分优质的新经济公司在此次调整后配置价值凸显。

## 2.4 美股市场

### 10 月美股市场表现回顾

10 月美股三大指数延续反弹趋势，多数收涨，具体来看，道指涨 5.84%，标普 500 指数涨 6.91%，纳指涨 7.27%。标普 500 指数和纳指续刷历史新高。

透过美股回报的三因子拆分可以发现，近期美股行情还不错的原因来自风险贡献。无风险利率在短期内迅速走高，10 月美债利率贡献对美股形成小幅拖累，盈利贡献存在轻微的正向贡献，美股的上涨主要来自于风险端。10 年期美债利率继续上行至 1.6% 附近。美债收益率成分拆解：截至 10 月底，10 年期美债到期收益率较一个月前上行 12.82bp，其中短期实际利率上升 13.32bp，通胀预期下降 0.91bp，期限溢价上升 0.42bp。期限溢价中实际利率风险溢价下降 39.87bp，通胀风险溢价上行 40.29bp。

标普 500 指数连续第四周上涨 1.3%，在过去的 13 个交易日中，除两个交易日外，其余交易日都在攀升。同期道琼斯(35913.8398, 94.28, 0.26%)工业平均指数和罗素 2000 指数均上涨至少 0.3%。以科技股为主的纳斯达克(15595.9154, 97.53, 0.63%)100 指数上涨 3.2%，得益于微软(329.37, -2.25, -0.68%)(MSFT.US)和 Alphabet(GOOG.US) 等公司收益强劲。根据此前公布的经济数据，美国第三季经济增长放缓幅度大于预期，大宗商品通胀持续升温。随着英国央行和加拿大央行转向鹰派立场，全球主权债务收益率曲线趋平，这一债券市场信号表明，随着短期利率走高，长期利率相对走低，经济增长将放缓。

支撑股市上涨的因素是，在供应链危机和成本价格飙升带来的悲观情绪下相关企业盈利却仍继续保持增长。

总体而言，标普 500 指数成份股中，超过 80% 的公司在本季度的收益超过了分析师的预期，这是疫情之前从未出现过的现象。利润率非但没有像市场担心的那样萎缩，反而继续扩张。债市和股市的背离凸显出投资者以及市场的异常。这种背离可以从 Cboe 波动率指数 (VIX) 和美国国债隐含波动率指数 (MOVE) 的比率中看出。本月，这一比率降至 2020 年 2 月以来的最低水平。

## 11 月美股市场展望

首先回顾美国经济及上市公司利润数据。2021 年 9 月 30 日，美国经济分析局公布了二季度美国经济数据：实际 GDP 年化季率终值为 6.7%，前值 6.3%。随着二季报的披露，美股财务数据大幅好转。截至 10 月 22 日，标普和道指最近 12 个月每股收益同比分别为 35.75%、41.98%；再看 PMI，美国供应管理协会（ISM）发布数据显示，美国 9 月 ISM 制造业采购经理人指数为 61.1，预期 59.5，前值 59.9。其中，新订单指数为 66.7，生产指数 59.4，就业指数为 50.2，物价指数为 81.2。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 终值 60.7，前值 61.1；9 月 Markit 服务业 PMI 终值 54.9，预期 54.4，前值 55.1。整体来看美国经济仍在景气区间，但增速边际放缓。

聚焦就业数据。美国 9 月季调后非农就业人口增加 19.4 万人，预期增加 50 万人，前值增加 23.5 万人。美国 9 月劳动力参与率 61.6%，预期为 61.8%，前值 61.7%。美国 9 月平均每小时工资同比升 4.6%，预期升 4.6%，前值升 4.3%。失业率 4.8%，预期 5.1%，前值为 5.4%。

通胀方面，美国劳工部 10 月 13 日公布的物价数据显示，美国 9 月 CPI 同比增长 5.4%，预期 5.3%，前值 5.3%；核心 CPI 同比增长 4%，预期 4%，前值 4%。美联储重点关注的核心 PCE 物价指数 2021 年 8 月同比升 3.6%，预期升 3.5%，前值升 3.6%。10 月消费者信心指数为 71.4，前值 72.8。从就业、PMI 等指标来看，短期美国经济喜忧参半，类滞胀特征明显。对通胀高企的问题，鲍威尔在最新的表态中也表示担忧，认为由于供应限制和能源短缺，相应升高的通胀可能会比之前的预期持续更久，有可能会持续到明年，工资的上涨压力亦然。对于紧缩的节奏，虽然 9 月的非农数据不及预期，但美联储认为缩减购债实际已经成熟，而在加息方面仍会保持耐心，而近期市场对加息节奏的预期不断前移。在 Taper 即将来临，且加息预期也渐行渐近的背景下，美债利率的中枢正在上移，预计美股的合理估值位置也将不断下移，中期仍有调整风险。

## 2.5 原油市场

**原油：全球能源危机担忧加剧，持续上涨。**

**10 月原油走势回顾：全球能源危机担忧加剧，持续上涨。**

10 月国际油持续上涨。截至 10 月 29 日，WTI 原油主连收盘价为 83.1 美元/桶，较 9 月上升 10.6%；布伦特原油期货主连收盘价为 83.72 美元/桶，较 9 月上升 6.83%，而布伦特-WTI 价差则缩小至 2.35 美元。本月原油延续了前月的上升趋势，投资者对全球能源危机担忧加剧，欧洲天然气、亚洲煤炭均出现明显上涨。全球能源危机恶化，北半球气温下降，市场担心全球能源供应持续紧张。同时各国为接种疫苗的旅行者取消赴美旅行禁令，需求预期正在上升。国内发改委担忧能源价格对民生的影响，试图对大宗商品进行直接管控。

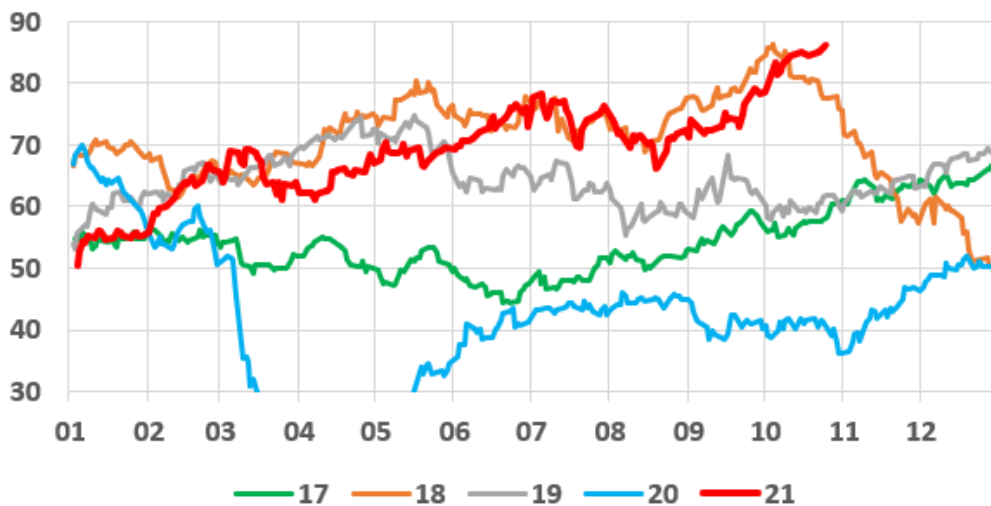
从需求端来看，全球原油产量受限的情况下，欧洲天然气供应紧张将导致石油需求上升，10 月份欧洲天然气库存将为正常水平的 78% 左右，这表明在需求激增的寒冷月份，市场将趋紧。由于石油和天然气同属化石能源，在发电、取暖等终端存在可替代性，因此预计今年冬季全球石油需求将进一步攀升 50 万桶/天。全球石油需求已经超过

9900 万桶/日，接近疫情前 1 亿桶/日的水平。今年冬季需求将保持在接近疫情前的水平。

供应方面，欧洲、北美地区的油品库存依旧处于去库的过程中，加之美国墨西哥湾的原油生产复苏恢复缓慢，因此全球能源供应依旧紧俏。欧洲的天然气面临低库存和俄罗斯供货紧张双重影响，加剧市场对能源危机的恐慌。OPEC+产油国保持稳定增产政策，疫情期间维修延误或多年来投资不足，导致 OPEC 的一些成员国及其盟友难以在短时间内提高原油产量。沙特能源部长表示，产油国不应将油价上涨视为理所当然，因为疫情仍然可能打击需求，强化了 OPEC+将坚持其谨慎做法的观点。

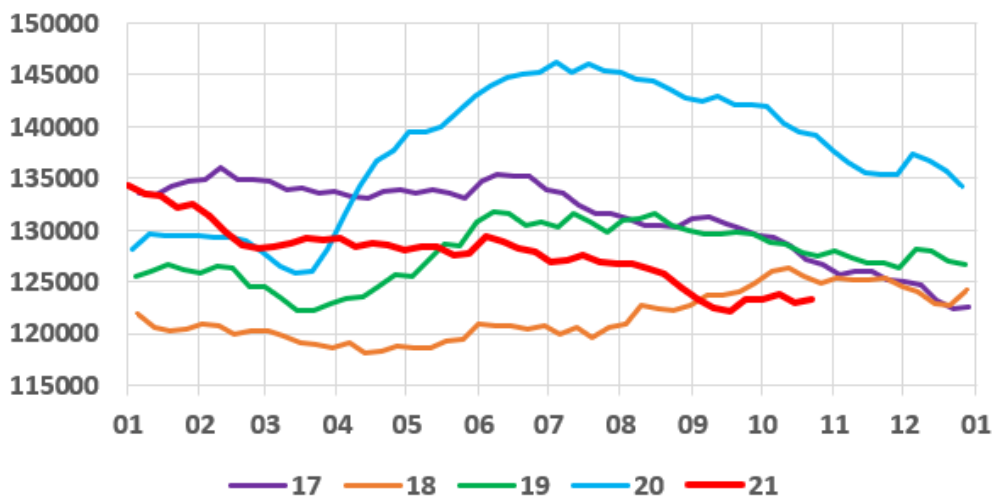
库存端方面，美国原油战略储备减少，净进口量增加，美国商业原油库存增加，汽油和馏分油库存下降。原油库存比去年同期低 12.5%；比过去五年同期低约 6%；汽油库存比去年同期低 4.6%；比过去五年同期低约 3%；馏分油库存比去年同期低 20%，比过去五年同期低 8%。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

图：美国原油和石油制品库存（不包含战略储备）



数据来源：Wind、招商基金

**11 月原油市场行情展望：预计油价将震荡上行。**

利好因素方面，从需求端来看，全球新增确诊人数逐步往下，需求反弹将强于预期。其他能源（如电力、天然

气、煤炭)出现阶段性不足,可能被迫需要原油来补。在供给方面,美国原油产量短期无法上行,EIA下调了2021年美国年底原油产量的预期。OPEC产量预计保持在40万桶,难以有大变化。库存方面,库欣地区原油库存2733.2万桶,减少389.9万桶,美国石油战略储备6.14186亿桶,下降了109万桶,不论是库欣原油库存还是战略储备库存,均处于近几年低位水平。

从利空因素分析看来,供给方面,国内发改委为了应对可能到来的冷冻,推动煤炭大力增产,可能增加能源的总供给。同时对煤炭价格进行调控,可能影响能源间的比价关系。需求方面,原油价格已经达到疫情以来最高点,过高的原油价格可能抑制下游消费。国内方面,投资及消费数据较差,对工业品价格整体造成利空。化工品也出现比较明显的回调。资金方面,NYMEX净多头增加6.13%。截止10月19日当周,纽约商品交易所原油期货中持仓量2205089手,减少26138手。大型投机商在纽约商品交易所原油期货中持有净多头429594手,比前一周增加24818手。

## 2.6 黄金市场

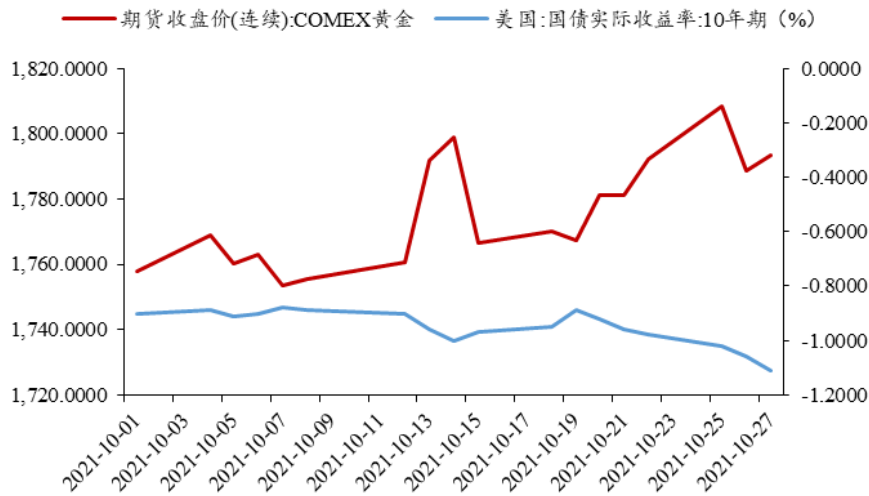
**黄金: 10月金价整体上行,预计11月金价呈现下跌趋势。**

### 2021年10月金价回顾:

黄金价格在2021年10月整体呈现上行走势。2021年10月27日收盘价为1793.3美元,较9月30日1755.2美元的收盘价收涨2.17%。10月高点于10月25日收1808.6美元,低点于10月7日收1753.5美元。整体来看,10月度金价整体呈震荡上涨态势。我们认为2021年10月黄金价格走势主要驱动逻辑为市场在交易滞胀预期。

10月份美国通胀预期不断上行,从10月1日的2.38%一路上升到10月26日的2.69%。主要源于美国通胀压力加剧,一是劳动力市场的供需缺口使美国的薪资水平快速上涨,给通胀带来一定压力。二是能源价格方面,在新冠疫情冲击背景下,全球传统化石能源产能恢复不足;极端天气又导致欧洲新能源供应不稳定,从而出现全球能源短缺的紧张局面,使得能源的价格不断上升。三是二手车方面,缺芯导致新车供应受限继而推动二手车市场火热,自9月起二手车价格上行并突破新高,10月前15天的二手车批发价格环比上涨了8.3%,使得二手车价值指数同比增长37%。

与此同时美国的经济增长也在不断放缓。疫情后美国劳动力参与率由63.3%大幅下降至61.6%,导致劳动力供给不足,就业情况达不到预期,从而经济增长的动力不足。滞胀格局下,实际利率水平的持续下降,最终导致黄金价格呈现上涨态势。

**图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格 10 月份震荡上升（美元/盎司）**


数据来源：Wind、招商基金

### 2021 年 11 月金价展望：11 月实际收益率的反弹将使得金价整体呈现下行走势。

从技术面看当前实际收益率进一步下行空间有限。目前美国的 10 年期国债实际收益率已经下行到疫情爆发后的最低水平-1.19%。伴随美国疫情再度好转，实际利率进一步下行空间或有限，预计 11 月将可能呈现反弹并带动黄金价格的下降。

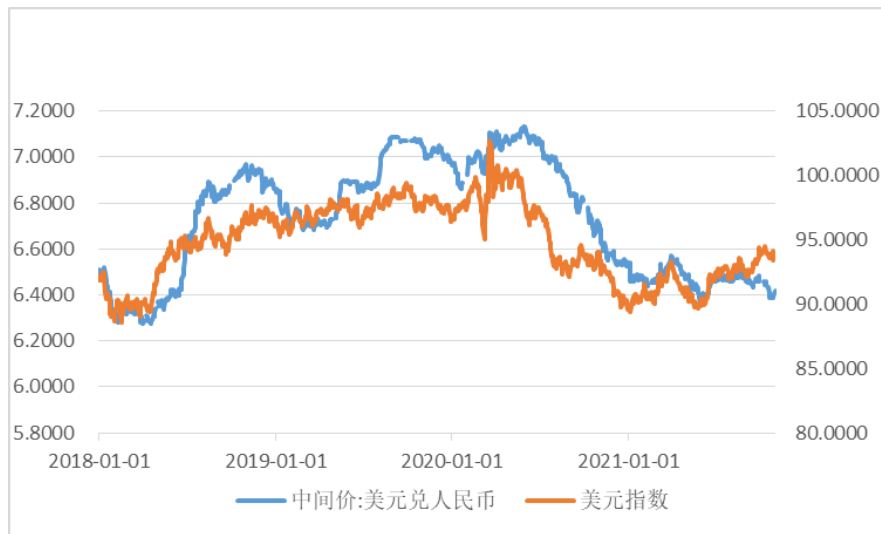
从基本面看失业情况逐渐好转，驱动实际收益率抬升。当前劳动力供给的问题主要源自于两个方面：一是由于疫情不愿工作或需要居家照顾儿童老人；二来自于财政补贴发放过量而降低工作意愿。对于第一项，随着疫情的好转、美国当前两针疫苗覆盖率已接近 60%，由于疫情而不愿意工作的以及需要照顾老人的人数会减少，同时伴随学校逐渐开学，因为照顾孩童不愿工作的群体也会重返就业市场。对于第二项，9 月 6 日美国联邦政府提供的每周 300 美元的新冠失业救济金正式停发，部分低收入居民的储蓄逐步耗尽，将倒逼更多低收入群体重返就业市场。美国劳动力参与率将稳步修复，劳动力供应紧张程度将逐步缓解，失业率的下降带来实际收益率的上升，从而驱动金价下行。

## 2.7 汇率市场

### 汇率：预计 11 月人民币汇率高位震荡，美元指数重回下行通道。

#### 10 月份汇率走势回顾：人民币汇率走强，美元指数高位震荡。

2021 年 10 月，人民币汇率持续走强，一度升至 6.4 以内；美元指数维持高位震荡走势，中枢位于 94 附近。总体来看，美元指数高位震荡的核心逻辑在于美国通胀存在较大压力。碳中和背景下能源品价格上行以及疫情修复缓慢引致的供需缺口，使得通胀在短期内较难缓解。通胀压力下市场定价的美联储加息预期不断前移，直接导致美元指数走强维持高位震荡。在美元强势的背景下，人民币汇率转而持续走强，我们认为可能源于央行对于汇率的干预。近期，在大宗商品价格高涨的背景下，人民币汇率上升有助于降低我国进口企业的成本，部分消化输入性通胀压力。

**图：美元兑人民币汇率走势图**


数据来源：Wind、招商基金

### 11 月份汇率走势展望：预计人民币汇率高位震荡，美元指数重回下行通道。

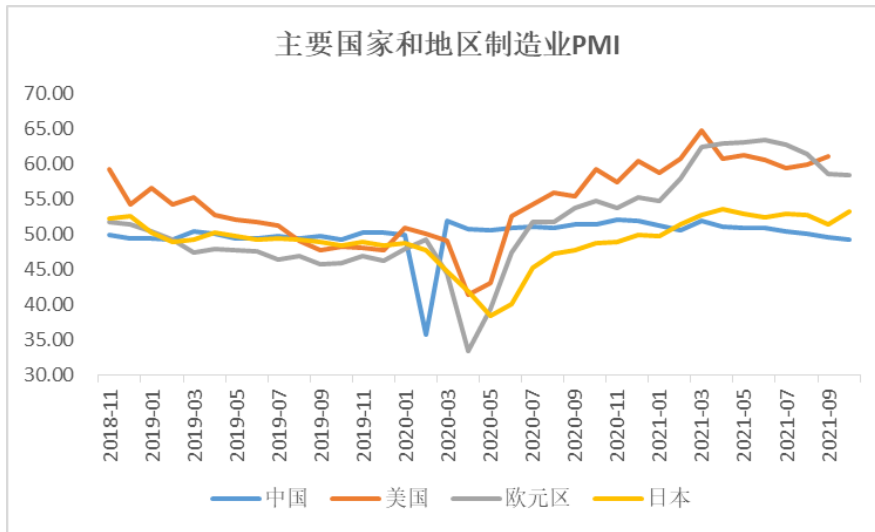
对于 11 月美元指数走弱的判断主要来自以下几点分析：首先，Taper 可能于 11 月议息会议正式宣布。此前 9 月议息会议称，“如果经济目标持续明显改善，有必要在短时间内放缓资产购买节奏”，暗示 Taper 即将落地。鲍威尔在记者问答中同样指出 Taper 的正式声明最早可能在下次议息会议中出现。Taper 落地则意味着短期内美元利多出尽，将大概率驱使美元指数下行。

从美欧对比来看，欧盟经济走强将带动美元指数走弱。一方面全球疫苗注射的推进将带动生产修复并利好欧洲经济，带动欧洲呈现出相较美国的增长优势。另一方面欧盟补库可能将于 2021 年末或 2022 年启动，当前欧盟库存持有量同比增速（MA6）位于历史新低，补库将带动欧盟相关资本开支走强。而美国补库则已渐近尾声，大概率将于 2022 年 Q1 附近完成补库，逐渐进入去库环节后美国经济动能将走弱。此外，从技术面来看，10 月美元指数最高达到 94.56 创下年内新高，在进一步突破前高 94.6 存在较大难度的情况下，Taper 落地后美元指数将于 11 月起拐头下行。

人民币汇率方面，我们预计 11 月人民币汇率将高位震荡。受美元指数预期走弱影响，人民币汇率将有望走强。但此前人民币汇率较美元指数走势出现了一定的背离，导致继续上行的压力较大。此外，结合市场对 G20 领导人峰会期间中美关系改善的预期，以及我国较好的国际收支情况，为人民币汇率维持高位提供了有效支撑。因此我们预计 11 月人民币会将维持高位震荡态势。



图：中国、美国、欧元区等主要经济体的 PMI 仍处于荣枯线以上，但边际有转弱迹象



数据来源：Wind、招商基金

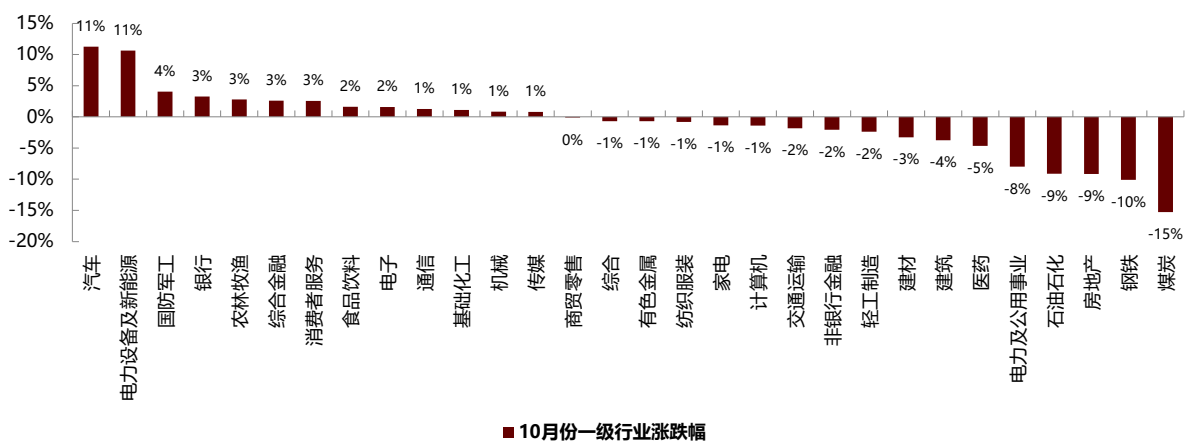
### 3 股债投资策略

#### 3.1 A 股投资策略

展望十一月份，我们的总体策略是：整体经济增速面临一定的压力，商品价格面临一定的通胀压力，股票市场预计呈现出一个结构性的投资机会。在通胀压力上升和经济增速压力双重背景下，可以关注消费中需求刚性的相关行业的投资机会，以及在十四五规划中受政府大力支持发展的相关行业的投资机会。

十月份，汽车、新能源、国防军工等涨幅靠前。此外，如农业、食品饮料等消费类行业也取得了较好的表现。钢铁、煤炭等周期类行业的表现垫底。可以看到，从行业的表现情况来看，市场风格与之前几个月出现了较大的变化。

图：2021 年 10 月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

当前的 PPI 指数相对较高，意味着原材料的价格高涨，侵蚀了制造业的利润，出现了大量的上游原材料企业对于中游制造业企业的利润挤压的情况。原材料价格高涨的根本原因是全球经济发展状态的不平衡所带来的。发达国家

家的经济恢复情况较好，而发达国家是商品需求的主要来源。但是，发展中国家的经济恢复情况较差，主要由于疫苗短缺以及防控措施不到位等原因，而发展中国家是制造商品所用的原材料的主要来源。这一轮全球性的通胀，我们预计将持续较长的时间，从而会使得原材料的价格居高不下。同时由于产能的恢复仍不到位，商品的供给将会跟不上商品的需求，从而出现了商品价格的上涨。

因此，在制造业利润承压的背景下，我们更加看好消费行业的投资机会。主要有以下两个因素：第一，消费行业它的需求更加刚性，使得它的价格传导更加顺畅，通胀的压力能够更好地传导到消费者身上。对于公司而言，它的利润收入更有保证。第二，受疫情的影响，消费行业出现了低基数的情况。受疫情防控的影响，去年很多消费活动受到了限制，因此出现了基数较低的情况。生产生活的恢复叠加低基数效应，会使得消费行业中的部分公司出现较高的利润同比增速。

此外，我们还看好在十四五规划中，政府大力支持发展的相关行业，如碳中和等相关行业。在政府的支持下，这些行业有望在未来五年的时间内取得较高的发展增速。不断出台的政策、公司快速的业务增长、投资者相对乐观的预期，三个因素都或有利于股价的表现。在当前时间点，投资者更加关注这些行业的未来远期表现和未来的市场规模情况。目前来看，在全球范围内对于环保的需求提升，对于经济的可持续发展的要求逐步提高。因此，清洁能源相关的行业有望在未来取得长足的发展，市场空间较为广阔。在市场规模不断扩大的背景下，上市的优秀公司能够取得快于行业平均的发展增速，不断增加的业务体量能够足以支撑公司市值。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/10/30	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)	31.1	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	11.0	20.9	7.0	10.1	69%														
	沪深300	13.2	25.2	8.1	12.5	61%														
	中证500	16.8	79.9	16.2	30.2	2%	√													
	中证1000	35.6	125.5	20.0	47.3	19%			√											
	中小板100指数	35.9	59.2	18.7	30.9	85%														√
	创业板100指数	63.4	123.1	27.8	52.2	81%														√
	中小板综合	39.2	85.8	23.3	41.3	43%														
创业板综合	85.4	174.9	28.9	62.8	74%															
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH溢价指数	8.2	20.9	7.5	9.7	11%														
	上证沪港通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	15%														
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	4.8	7.9	2.6	4.1	73%														√
	创业板综合/沪深300	6.5	13.9	2.9	5.3	69%														√
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	5.1	6.0	1.6	3.2	95%														√
	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

10月债券市场震荡调整。利率债方面，1年国债全月下行2.3bp收于2.31%；5年国债上行13bp收于2.84%；10年国债上行9.6bp收于2.97%；5年国开上行13.2bp收于3.12%，10年国开上行9.5bp收于3.29%。信用债方面，不同期限品种走势不一，3年期信用品种调整而5年信用品种收益率回落，不同评级品种波动幅度相差不多，商业银行二级资本债和永续债信用利差大幅收窄。公开市场操作方面，10月央行公开市场操作净投放1600亿（包括国库现金），MLF等量续作。

2021 年 11 月利率产品展望：

**基本面方面，根据最新宏观经济数据，中国经济结构仍然呈现出口和制造业强，消费和地产基建弱的格局，消费增速边际回升但增速水平仍低，地产细分数据则受调控政策影响继续走弱。金融数据中社融、M2 等主要数据均进一步走弱，显示经济内生动力进一步探底。**

**展望 11 月，各项经济数据受基数影响，预计大部分同比增速继续走弱，但预计结构性的经济改善仍会持续，如发改委对煤炭价格的有效调控，将进一步减轻中游制造业和中小微企业的经营负担，有利于生产的恢复。**经济政策上，预计货币政策仍为保持偏宽松，央行通过公开市场操作维持资金利率稳定，四季度社融增速小幅抬升但幅度不高；绿色金融工具预计将推出，并和地方政府债一起在四季度助力宽信用；地产政策将从过于严格转向满足合理资金需求，但房地产试点预期将对居民购房意愿产生不利影响，进而影响地产销售、投资和产业链下游需求。结合基本面、资金面和经济政策，四季度的债市更可能是结构性的行情，优质债券供给的缩减带动的资产荒延续，需关注地产基建商品走弱后，市场从滞涨交易转向衰退交易的债市机会。

### 投资策略：

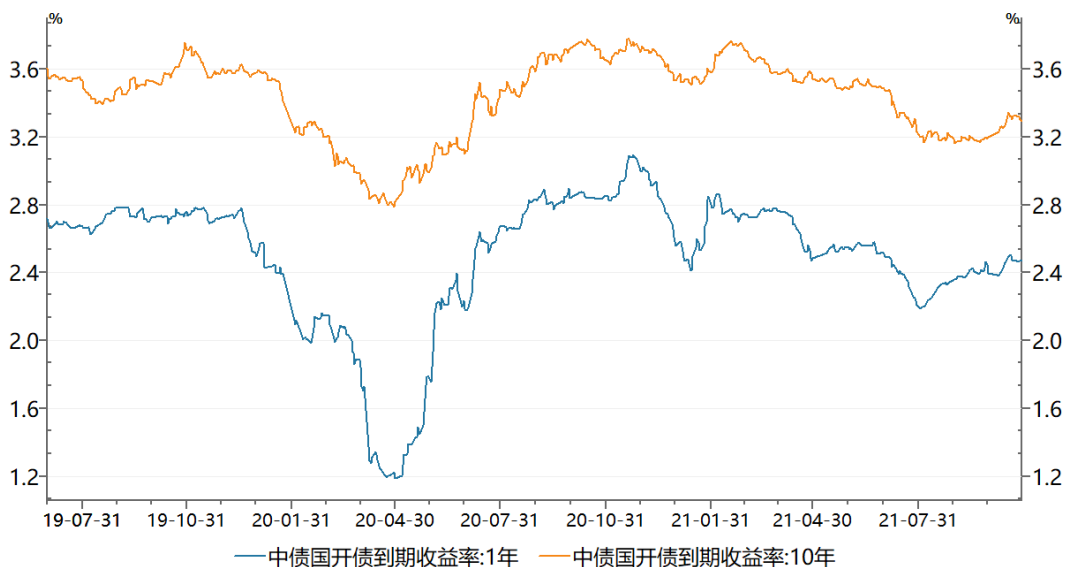
(1) 绝对值水平，10 年国在去年宏观经济悲观+美联储大放水时达到了 2.5% 的极低水平，经历降准后，10 年国债迎来了一波达 30bp 幅度最低到 2.8% 左右的行情，但经过 9-10 月调整后 10 年国债收益率再度徘徊在 3% 上下。基本面仍支持债牛，但幅度仍需要货币政策降准降息才能带来大机会。预计利率水平为窄幅震荡，10 年国债利率在 3.1% 以上具有交易价值，如调整到位可考虑增持。

(2) 预计货币政策宽松短期仍将延续，组合杠杆维持中高水平。期限利差上，5 年国债和国开品种具有一定相对价值。

(3) 配债节奏上，信用利差水平重新压低，重点调整持仓结构，提升组合静态；信用利差走阔时，把握加仓机会，选择收益率创出新高的品种。具体来看，1 年 NCD 利率利差相对较高，商业银行永续债和二级资本债信用利差下降较快，此前较多配置的可择机换仓。

(4) 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。

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

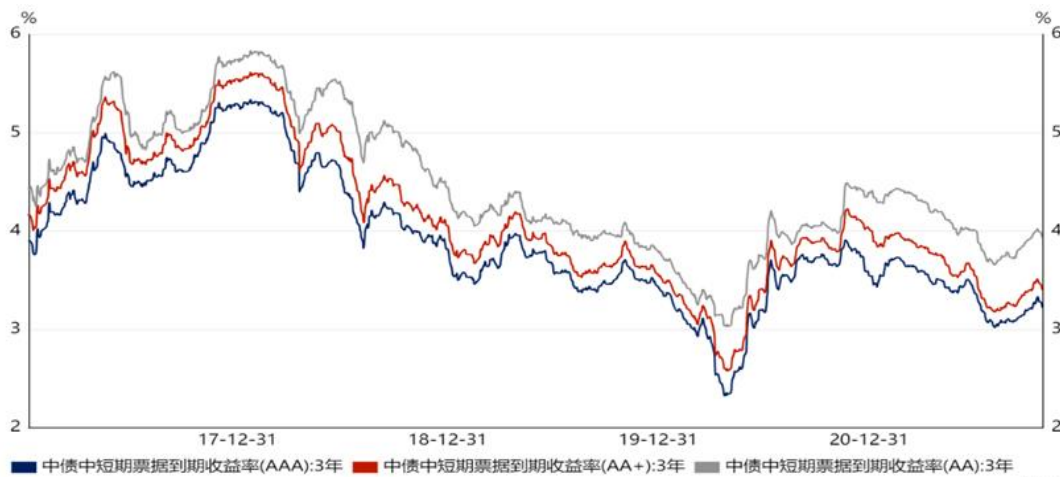
### 3.2.2 信用产品

#### 企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 10 月全市场信用债发行情况较往年同期表现一般，总发行处于近五年次高水平，净融资来到近五年最低水平，其中总发行 8847 亿元，净发行 682 亿元，由于总偿还规模较大，导致净发行量达到近年来最低水平。其中 10 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 3904 亿元，净融资额 19 亿元，相较 9 月长债净融资规模有较大幅度下滑，信用债一级市场的有效供给明显收缩。

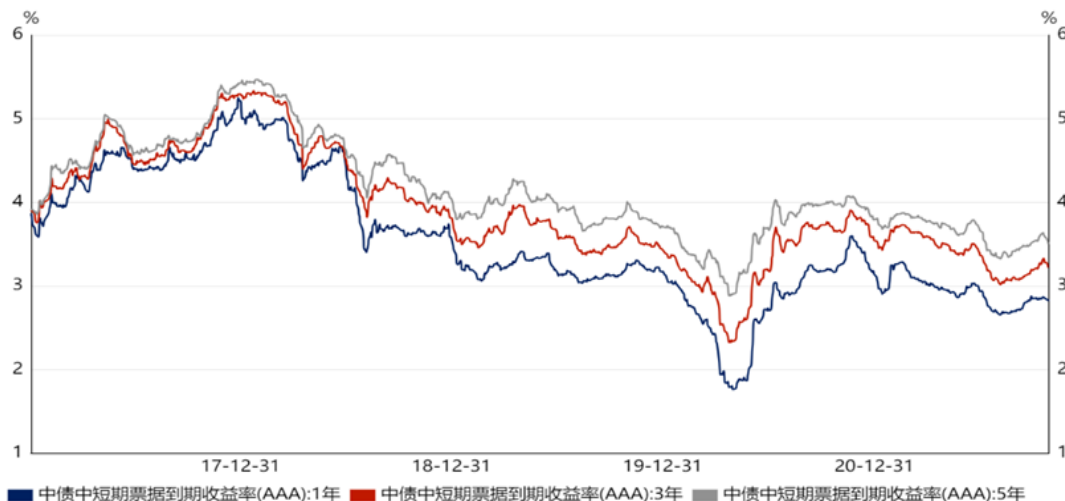
二级市场方面，进入 10 月以来，信用债二级市场收益率整体呈微弱震荡走势，长端和短端下行，中端上行。以 AAA 级中短期票据为例，10 月 1 年中短期票据收益率下行 3BP，3 年中短期票据收益率上行 3BP，5 年中短期票据收益率下行 2BP，期限利差走势亦相对分化，中短端期限利差走阔 6BP，中长端期限利差收窄 3BP。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，信用利差整体收窄，短端信用利差较上月末收窄 10BP，处于历史 10%分位水平，3y 信用利差较上月末收窄 9BP，处在历史 14%分位水平；5y 信用利差较上月收窄 15BP，处在历史 20%分位水平。

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



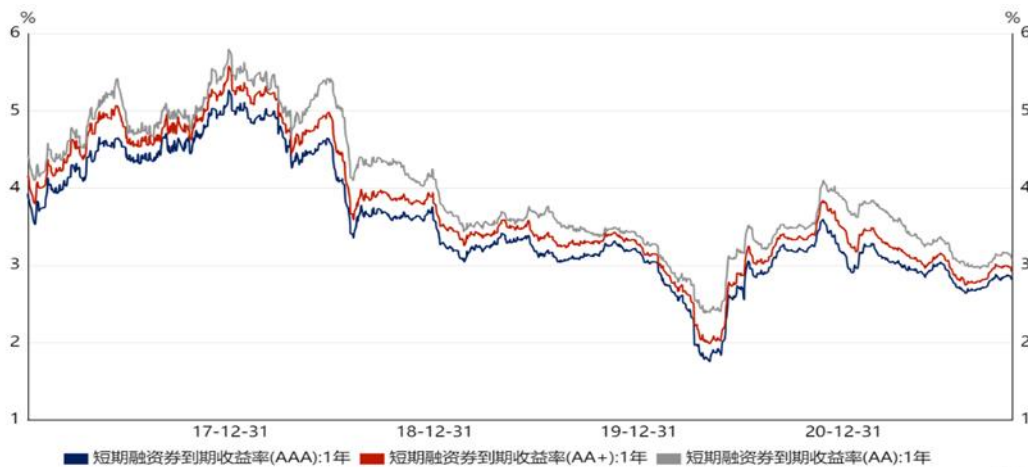
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

## 短期融资券

一级市场方面，今年 10 月短期融资券总发行量为 4530 亿元，净融资为 571 亿元，环比分别增加 995 亿元和 1511 亿元，无论是短融总发行量还是净融资量，均位于近五年历史同期最高水平，对信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，10 月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 6BP，AA+短融收益率下行 9BP，AA 短融收益率下行 7BP。目前 1 年期各等级短融信用利差均处于历史 10%分位以下，较上月大幅压缩，短端性价比进一步降低。其中，1yAAA 品种利差处于历史 9%分位水平，1yAA+和 1yAA 均处于历史 3%以内分位水平，反映出在 10 月市场震荡行情背景下，短久期品种信用债受到机构追捧。

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

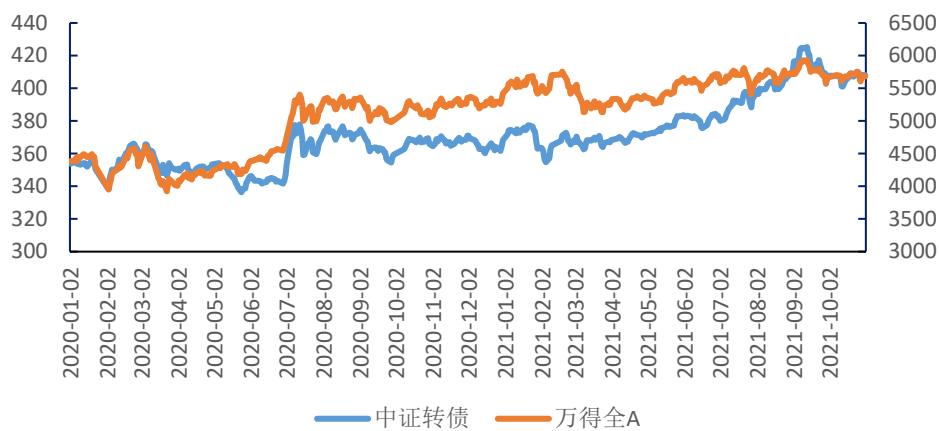
整体而言，近期由于民营地产频繁爆雷，弱城投也出现不少信用风险事件，近一个月信用债整体走势偏弱，呈现震荡行情。**展望后市，地产开发商依然存在销售回款滞后、银行抽断贷的风险，资金链较为紧张，城投也面临融资约束以及土地财政滑坡等多重利空，市场情绪较为脆弱，建议对信用下沉保持谨慎。信用债投资仍以严控信用风险为前提，投资坚持票息策略，努力增厚收益。**

### 3.2.3 可转债

10 月份转债市场与 A 股市场双双小幅上涨，截止到 10 月 29 日，万得全 A 上涨 0.34%，中证转债上涨 0.12%，转债市场表现弱于股票市场。上半月权益市场持续震荡，成交量逐渐走低，市场缺乏主线行情；下半月市场重回新能源板块行情。分板块看，本月电力设备及新能源、汽车、银行和家电板块涨幅居前；电力及公用事业、煤炭、钢铁和石油石化板块跌幅居前。风格上，价值板块涨幅大于成长板块，大盘股涨幅大于小盘股。转债估值本月整体有小幅提升，目前全市场平均转股溢价率 38.08%，较上月末上升 2.95 个百分点，目前处于 2017 年以来 98.1%分位数水平。在平价小幅下行趋势下，转债估值被动抬升，但分结构看低平价转债估值有所提升，高平价转债估值明显压缩。

展望后市，正股层面，宏观上四季度经济下行压力进一步加大，滞涨格局下权益市场整体估值端承压。中游制造业同时面临需求下滑、成本上涨压力，营收和毛利都一定程度上受损，转债正股 Q3 单季度盈利环比表现一般。预计短期内整体行情概率不大。转债估值层面，转债市场估值本月持续保持高位。结构上，平价在 120 元以上高价转债转股溢价率有所压缩，但平价 100 元以下偏债型转债转股溢价率并无明显变化。市场仅对权益市场不确定增强、高弹性转债波动加大进行定价，并未体现出无风险利率上行带来的冲击。后续若收益率进一步上行，低平价转债估值仍存在回调压力。策略上建议可以考虑小仓位布局，关注消费、银行以及新能源板块中海上风电细分领域中估值合理的转债标的。

## 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。



地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦28层  
 邮编：518040 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467  
 公司网址：www.cmfchina.com  
 电子邮箱：cmf@cmfchina.com  
 客户服务热线：400-887-9555 (免长途费)

**重要声明：**本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意原意的删改。