

## 一、中国权益市场展望及配置建议

## 二、中国债券市场展望及配置建议

# 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

## 一、中国权益市场展望及配置建议

### ◆ 市场整体判断：疫情下半场的脱虚向实

**2020 年四季度权益市场仍看好，波动加大且轮动加快体现的是复苏中的脱虚向实：**

尽管新冠疫情在国内外仍有反复，但检测、治疗和免疫等技术进步已使得疫情冲击趋于缓和，2021 年疫苗获得成功、经济正常化概率加大。经济的逐步复苏也意味着货币、财政和监管等对冲政策的逐步退出，超出经济增长需求的流动性边际减少与脱虚向实，将带来市场波动加大和板块轮动加快，但符合经济当期运行方向、业绩能够消化估值的个股仍将脱颖而出。我们更相信本次复苏并不只是一次机械的周期性复苏，而是更加接近一个科学技术与商业模式全面进化的起点。逆全球化并非世界大势，保护主义和单边主义注定害人害己，人类社会需要更加深度地融合，相信大灾之后各国会对上述判断更加感同身受，创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念将更加深入人心，绿色化复苏、数字化转型的预期愈发强烈，数字经济和绿色经济“双引擎”将全面赋能各行各业、带动全球走出疫情衰退。新的能源、通信、交通和金融的技术正在全面改造我们的业态，不仅催生了新兴经济的上市公司，也在提升传统经济的发展质量，发掘其中蕴含的机会将是未来较长时间内金融市场演进的主线。

**2020 年四季度可见范围内的看点仍是顺周期类行业：**由于国内外经济韧性持续好于预期，且秋冬季疫情冲击、美国总统大选及潜在纷争、英国脱欧谈判等一系列不确定性将在四季度后消除，市场开始抢跑对于经济复苏的定价——传统经济以及对应的价值板块，包括金融、制造与原材料三大板块，其盈利预期与市场估值持续偏

## 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

低的状态有望继续缓解，尤其是能够接受科技赋能、提质增效的传统顺周期类行业。

新冠疫情给全球实体经济和金融市场带来前所未有的冲击，但在全球协作下，人类社会逐步走出疫情阴霾、开启全新发展进程的转折点渐行渐近。在疫情环境下，高估值成长板块受到阶段性的流动性宽松、活动急速线上化、传统行业商业模式失灵等因素推动，一度独领风骚，估值扩张至较高水平；但疫情终究会过去，货币政策将回归中性、线下活动已逐步回暖、传统行业仍是经济活动的重要组成部分。投资需要具备前瞻性，三季度 A 股剧烈的行业轮动和风格转换体现了提前布局后疫情时代的市场预期。当前以金融、制造与原材料为核心的价值板块，盈利与宏观经济敏感性高，估值在全球范围内均处于历史低位，在全球经济复苏的进程中有望呈现业绩和估值的双击，大概率将继续关注非银金融、汽车、电子、化工、有色和农业等一级行业。

**以 2009-2010 年历史为鉴，本次年中风格轮动后将再度出现价值与成长之间的“交谊舞”：**本次全球同步快速下滑后又快速复苏的经济与市场十分接近 2009-2010 年时期，参考当时国内外经济、政策与市场节奏可以得知后续的可能路径。2009 年 A 股市场见底后分别经历了成长跑赢、金融与周期跑赢、消费跑赢和成长再度跑赢四个阶段，对应了政策支持与实体经济之间节奏错位的结果。政策支持使得金融体系释放的流动性率先提振资本市场与固定资产投资，对应流动性敏感的大盘成长板块以及房地产和基建投资等实体行为；固定资产投资的恢复与金融机构资产负债表扩张之后的利润积累将使得金融与周期板块后来居上，且政策支持的边际放缓将使得流动性敏感的成长板块阶段性承压；随着流动性收紧带来整体社会融资总额回落，

## 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

经济活动高位企稳，后周期属性、兼顾经济弹性与估值弹性的消费板块将崛起；后续如果社会融资总额回落过快带来经济活动阶段性降温，利率大幅下行，则成长板块或将重新跑赢。当前的市场接近 2009 年第二阶段与第三阶段之间的状态，金融与周期短期主导，成长与消费暂时沉寂，但如果社融回落、经济降温的阶段性信号明确，那么金融与周期再度退场、消费和成长重新登台的行业轮动也将随即发生，价值风格与成长风格之间的“交谊舞”也将再度出现，届时投资者应灵活调整不同板块风险暴露，顺应经济环境变化下的市场风格。

## 二、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ **展望 2020 年四季度，国内基本面恢复的节奏和货币信用的边际变化将成为影响债市的主要因素。短期来看经济延续改善趋势、央行态度回归中性、以及银行负债端压力较大，都不支持债市出现趋势性行情，预计市场会以弱势震荡为主。但随着年末供给压力减弱、信用增速放缓、以及中美关系不确定性提升，债券市场或存在波段交易机会。**
- ◇ **首先，基本面方面，经济增长持续超出市场预期，但尚未恢复到疫情前水平。**结构上看，工业生产、出口平稳修复，地产和基建扩张态势有所放缓，制造业、消费等内生动力逐步恢复。具体来看，外需改善带来的出口强势或将持续，出口将逐步从疫情防控主导阶段走向复工带动阶段；二三季度政府债券融资较快，但部分要补充财政收入的缺口，叠加新增隐性债务监管约束，预计基建当月增长或将边际放缓；地产方面，7 月之后融资政策持续收紧，在“三条红线”的融资压力下，房企促销还将进一步支持商品房销售，但拿地和新开工的韧性或边际弱化；制造业投资短期

## 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

受到出口强劲和盈利改善的提振当月同比转正，往后看由于企业端杠杆率高位，制造业投资大幅上行的概率不大。疫情之后消费始终处于小幅改善但恢复不及预期的阶段，主要受到餐饮和限额以下小企业零售拖累，客观上居民可支配收入的下行也会持续制约消费意愿，但随着疫苗研发进展和社会活动逐步恢复，预计后期可能会存在一定预期差。

- ✧ **通胀方面**，四季度预计 CPI 在基数效应影响下降逐级回落，核心通胀伴随 PPI 呈现趋势回升态势。随着生猪供应好转，预计中秋国庆之后猪肉价格或呈现下行趋势，去年 9 月和 10 月 CPI 猪肉项环比分别高达 19.7%和 20.1%，基数效应会拉低今年的猪肉项同比，叠加生猪新增产能继续释放，将带动 CPI 继续下行，四季度或降至 1%以内。PPI 方面进入四季度翘尾效应拖累改善，短期国际油价调整或影响 PPI 斜率，但中期来看，国内外需求复苏向好，PPI 在年内仍将缓慢回升，下半年中枢在 -2%左右，乐观假设下 PPI 年底左右可能转正。[二季度货政报告继续强调我国不存在长期通胀或通缩的基础](#)，后续重点关注商品价格走势以及对债市预期的影响。
- ✧ **再次，从流动性来看**，三季度之后随着超储率回落至 1.2%左右的低位，资金面不时出现紧平衡态势，同业存单带动短端利率持续上行。虽然央行 8、9 月加大 MLF 和逆回购投放，但由于银行压降结构性存款导致负债端压力较大，银行与非银的流动性分层持续明显。8 月末央行发布白皮书表示培育 DR 成为无风险基准利率，且强调引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行，因此，判断四季度流动性明显收紧概率不大，但结构性流动性短缺的情况仍将存在。随着 10 月之后伴随信贷扩张放缓、利率债发行减少、以及年末财政存款投放，流动性水平

## 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

将有一定程度改善。

**最后，政策方面我们重点关注美国大选、中国十四五规划和政治局会议、以及现金管理类理财新规可能出台的影响。**自 9 月末开始的总统电视辩论或将美国大选推入白热化阶段，选情的变化对中美关系、海外经济预期、汇率走势都会产生较大的影响，需关注大选前后市场风险偏好的变化。今年以来受到新冠疫情的影响，国内经济、政策均出现较大变化，随着疫情有效控制和经济逐步恢复，政策也更加关注中长期和跨周期问题，四季度政策定调关注稳增长和防风险的平衡。

### ◆ 配置建议：

**把握交易性机会、适度利用杠杆、严控信用风险。**

- ◇ **把握交易性机会：**如上分析，我们预计四季度债券市场呈现弱势震荡行情，波段博弈大于趋势性机会。目前基本面和流动性均不支持债券收益率大幅下行，且收益率和利差水平均处于中性偏低位置，上行风险大于下行风险。等待利率债供给压力过去、叠加基本面边际走弱、市场风险偏好回落或将带来债市的交易机会，债市主要风险点在于疫苗进展超预期、国内经济复苏程度持续向好、货币政策退出超预期。
- ◇ **适度利用杠杆：**疫情之后随着经济逐步恢复，货币政策也逐步退出总量性宽松模式，整体强调“精准导向”，短期内预计政策难以再度大幅宽松，但在降低融资成本的目标下，资金利率明显收紧概率不大。预计 DR007 将在 2.2%附近波动，预计 DR007 将在 2.2%附近波动，但由于超储率处于低位，银行间分层现象或较为明显。随着债券收益率不断调整，杠杆套息空间仍在，建议在保持组合流动性的前提下适度利用

## 交银施罗德基金 2020 年四季度宏观策略展望报告

杠杆。

- ◇ **严控信用风险：目前宽信用已经进入下半场，二季度以来绝对收益票息策略将信用利差压缩到较低的水平。**四季度社融增速触顶回落之后，低等级信用利差或有走扩风险，建议控制信用债久期并严控信用风险。经济复苏预期下，城投和地产融资监管的加强或导致主体信用资质分化拉大。信用挖掘方面建议甄选地区经济和财力平稳向好、区域地位和重要性突出的城投；以及竞争格局向好、负债结构合理、盈利有改善的产业债，规避短期到期债务压力大、再融资渠道不畅的主体。

交银施罗德基金宏观策略分析师马韬、固收分析师张顺晨

### 免责条款：

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

### 转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。