宏觀

實體經濟觀察：需求有所改善

11月經濟開局良好，一方面，終端需求有所改善，35城地產銷量增速轉正，而乘用車銷量增速同步回升；另一方面，工業生產保持穩定，樣本鋼企鋼材產量增速震盪上行，主要行業開工率也是漲多跌少。

近期浦東開發開放30周年慶祝大會召開，會議指出，要加快在集成電路、生物醫藥和人工智能等領域打造世界級產業集群，打好關鍵核心技術攻堅戰。在“雙循環”相互促進的新發展格局中，浦東不僅自身將成為自主創新的新高地，而且也會帶動起整個長三角地區產業集群的協同發展，龍頭輻射作用的發揮將使得改革成果能被更多人所分享。

需求：下游地產、乘用車改善，紡服趨穩。中游鋼鐵、水泥改善、化工走弱。上游煤炭、有色改善。交運分化。

價格：10月百城房價同環比均升，上周國內生資價格漲多跌少，國際油價回升。

庫存：下游地產去化、乘用車穩定。中游鋼鐵、水泥去化，化工走平。上游煤炭、有色去化。

債券

信用債2021年度投資策略：信用重塑，行穩致遠

貨幣回歸常態甚至偏緊後，做杠杆套息的空間被壓縮。尤其是在今年下半年以來資金利率上行，杠杆策略的風險大且收益無法得到相應的溢價補償，未來資金利率仍然存在很大的波動風險，相對來說杠杆套息策略性價比偏低。做收益的壓力很大程度落在了高票息上，因而信用債在三季度以來表現出一定的抗跌性。

展望未來，無風險利率依舊處在抬升的趨勢中，我們建議明年上半年信用債投資仍以高票息中短久期為主。城投債今年王者歸來，中短期仍是安全品種，各地防控債務風險的能力差異較大，建議可在“好地區”適度保持下沉挖掘收益，同時防範“尾部”風險。地產分檔控制債務增速的思路下，行業邏輯發生改變，房企間分化會再度拉大，關注企業降杠杆效果。經濟仍處在修復過程中，這一過程或延續至21年上半年，民企債整體情緒的拐點在年內到來的可能性較小，還需耐心等待明年配置機會，短期可輕配經營表現好、就業貢獻大的行業龍頭，久期不宜過長；而關於國企產業債的風險，是近期市場關注的焦點，邊緣國企信仰的弱化與僵屍企業的逐步出清仍在持續，投資應避免盲目標簽化，回歸主體信用研究。

利率債2021年度投資策略：穩字當頭，靜待拐點

基本面拐點未至。我國債市跟隨經濟波動呈現明顯的週期性特徵，我們預計社融增速明年年初見頂、GDP增速一季度見頂、PPI二季度見頂，對應利率拐點或在明年上半年。下半年隨著基本面回落，建議關注債市機會。

利率拐點未至。領先指標：社融-M2增速差20年8月見頂，領先熊轉牛7-8月，則債熊結束要等到明年上半年。高頻指標：當前隱含稅率穩定在13~15%，距離熊尾信號（21%）還有較大距離。近三輪熊尾利率均超調至歷史均值以上，熊市的結束都是熊平的姿態，當前利率仍未超調至均值以上。利率上行有頂：遠景目標對應的利率中樞在3.2%左右。

相對於A股，債市性價提升至歷史中樞位置：滬深300股息率與十年國債利差位於05年以來的54%分位；創業板E/P與十年國債利差位於2010年以來的35%分位。相對於貸款，債市性價比有所提升但依然略偏低：十年國債與貸款利率的利差已經回升至19年上半年水平，處於2010年以來1/4分位數水平，距離歷史中位數水平還有27BP的距離。相對於美債：中美利差高位，後續或小幅收窄。利率債相對于信用債配置價值提升。

穩字當頭，靜待拐點。我們預計明年利率先上後下，債熊持續至明年二季度，上半年仍以票息策略為主，並逐步關注下半年利率下行的機會。維持十年期國債收益率四季度3.0~3.3%、明年上半年或最高回升至3.5%的判斷。

2021年債市風險點和機會。風險點：經濟反彈超預期，PPI大幅沖高，貨幣收緊、穩杠杆轉向去杠杆、資管新規過渡期結束的整改風險、股市大漲/中美互加關稅逐步取消帶動風險偏好提升，違約爆發導致信用風險傳導為流動性風險；機遇：地產下行帶動經濟超預期走弱、疫苗推進緩慢導致疫情反復、通脹不及預期，貨幣政策轉松、政府債券供給大幅下滑、外資加快進入債市。

行業研究

汽車：科技驅動新週期

1、底部已過，穩健向上，行業進入新的增長週期。行業Q3以來批發和零售加速回正，開啟新一輪增長週期，預計2021年實現雙位數增長。

2、我們認為，造車新勢力ADAS+智能座艙科技屬性亮眼，用戶運營和體驗升級亮點突出，迎合消費升級大趨勢，2020年以來銷量逆勢擴張，推動產業科技轉型。

3、電動化、智能網聯化、平臺架構造車，推動產業科技新週期。除了新勢力發力，傳統科技如亦積極轉型，中國自主龍頭轉身非常迅速。淘汰賽已經開啟，而終點還未到來。

4、我們認為，不能低估週期的力量。新一輪增長週期將拉動龍頭企業的盈利水平，同時科技新週期將賦予產業更美好的前景。（1）重點關注科技轉型堅決，銷售趨勢向好的整車優質龍頭；（2）週期穩健向上，進口替代加速，智能電動網聯賦能。

風險提示：汽車行業恢復情況不及預期；原材料價格大幅波動；貿易摩擦加劇風險；匯率大幅波動。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。