大类资产配置季报（2020 年四季度）

中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师　符旸
证券执业证书号：S0640514070001
电话：010-59562469
邮箱：fuyyjs@avicsec.com

金融市场分析周报　　2020 年 10 月 12 日

摘要

- **全球宏观：三季度全球经济继续复苏，但随着欧洲疫情反复，复苏速度正在放缓。**随着二季度各国解除封锁措施，全球经济快速从底部反弹进入复苏通道，三季度则延续反弹趋势，7-8 月是经济复苏最快的时期，制造业和服务业均加快复苏，且制造业复苏速度要快于服务业。不过 8 月以后除中国外的主要经济体的复苏开始放缓，且复苏出现明显分化，受疫情二次反弹影响，法国经济增速早在 8 月就已经放缓，其他经济体复苏放缓差不多在一个月后。如果没有更多的经济刺激政策，经济恢复至正常区间所需要的时间或将延长。

- **中国宏观：随着需求回暖，中国经济超预期恢复，四季度经济预计继续复苏，但恢复速度可能较三季度略有放缓。**二季度以来经济延续修复趋势，前期主要受地产和基建投资支撑，8 月份以来制造业投资和消费增速开始加速，出口增速也持续超出预期。向后看需求端有望持续修复，基建投资在财政收入逐步到位后，预计能够保持当前增速。制造业投资受出口和消费拉动，修复开始加快。消费中可选消费品增速开始提升。地产投资短期内有韧性，但近期政策调控严格，土地购置开始放缓，后续或拖累投资增速下行。总体而言四季度经济预计继续复苏，但恢复速度可能较三季度略有放缓。需求恢复将带动 PPI 继续回升，但年内上行幅度预计有限。

- **海外政策：疫情反复、经济复苏放缓下，各国央行以维持现有较宽松政策为主，鸽派信号明显。**为应对疫情冲击，上半年全球主要央行采取十分宽松的货币政策以及创记录规模的财政手段，为经济提供了强有力支撑。但随着政策效果减退，政策对经济的支撑作用有限，叠加欧美国家疫情出现二次反弹，经济复苏速度开始放缓。面对经济再次疲软，欧美主要央行短期内宽松政策转向观望，整体释放了鸽派信号，市场预期各国央行将在较长一段时间内维持超宽松货币政策环境，这将对经济产生一定提振。如果经济持续疲软而不见起色，或将需要更多财政政策的配合。

- **国内政策：随着国内经济回暖，二季度开始货币政策边际收紧，预计四季度货币政策总体仍然呈现中性略宽松状态。**5 月份开始，央行货币政策出现了一定程度的调整，5-6 月政策的结构性和精准直达性开始被更多强调，以及央行新创设两个直达实体经济的货币政策工具，通过 SPV 向银行提供资金用于普惠小微企业信用贷款和延期贷款，相当于绕开宽货币直接宽信用。自此，宽货币逐渐转向宽信用，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。预计四季度社融增速延续扩张，对后续经济仍有一定支撑，货币政策仍然为寻求稳增长与防风险的平衡，短期没有放松的必要。最新一轮国常会要求保持稳健的货币政策灵活适度，较此前“更加灵活适度”的要求有所弱化。国内经济的恢复基础仍然较为薄弱，后续经济恢复仍需要货币政策及财政政策的支持，货币政策也难以收紧，预计四季度货币政策总体仍然呈现中性略宽松状态。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

- **利率债：四季度债券仍有下跌压力，建议控制久期，配置盘可继续选择性价比较高的品种介入，目前3Y、5Y政金债配置价值较高。**经济基本面持续修复，货币政策维持中性，10月利率债发行高峰过后，供需矛盾弱改善，债市多空因素较3季度并无明显变化，四季度债券仍有下跌压力。但是海外疫情反复、美国大选等不确定性因素，以及流动性整体平衡的定位下边际上资金的松紧仍会影响债市的情绪。未来利率曲线的变化取决于央行能否通过精准投放维持中短端利率稳定。如果央行投放有意将DR007稳定在2.2%附近，将同业存单利率稳住3%左右，那么流动性仍可维持紧平衡，我们判断10年国债3.2%附近存在安全边际，10年国开的安全边际是3.7%。四季度债券收益率大概率震荡，依然建议控制久期，交易盘可择机轻仓参与，建议快进快出。配置盘可继续选择性价比较高的品种介入，目前3Y、5Y政金债配置价值较高。

- **信用债：四季度信用债投资仍以高票息中短久期为主，城投债中短期仍安全，产业债关注受益于经济回暖的周期性行业。**城投债今年是市场追捧的品种，中短期仍是安全品种，各地防控债务风险的能力差异较大，建议可在“好地区”适度保持下沉挖掘收益。地产债在货币超发背景下整体仍受益，融资政策存在不确定性，分档控制债务增速的思路下，房企间分化会再度拉大，建议仍选择排名靠前，土储结构优质的地产企业。产业债选择则重点关注受益于经济回暖的周期性行业，如汽车、地产、水泥等、以及受益于成本下行的部分化工企业。

- **权益市场：四季度权益市场，或先抑后扬，中长期布局机会有望再现。**综合判断，9月份以来的调整不改市场中长期方向，四季度市场有望延续升势，中长期布局机会将再现。投资策略上，不应被市场的短期弱势过度干扰，注意从中期角度做好分批布局。建议重点关注如下两条主线。一是随着国内经济持续复苏，传统价值型龙头公司业绩持续向好，中期机会明朗。板块方面，看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通、汽车等前期受疫情冲击大的可选消费板块。以及如钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等低估值顺周期行业，随着第四季度PPI继续修复，周期行业景气度将上升，配置价值重新显现。二是继续看好近期因无风险利率上升而有所调整的成长科技板块，在下跌因素不完全的基础下，不应因无风险利率上升这一单一因素而看跌增长性良好的成长科技板块。三是新兴产业板块。应看到战略新兴产业是我国经济潜在最大增长点，也是最大的长期投资机会所在。消费电子、5G和云计算、金融科技及新能源汽车等领域中的硬核公司（有核心技术、竞争力行业内领先和业务前景广阔得公司），若在市场弱势中出现短期大幅调整，将是立足中期角度进行分批布局的良好时机。值得重点关注。

- **原油：油价窄幅震荡，近期振幅加大且有下跌迹象，但预计未来仍将缓慢上涨。**三季度油价基本维持相对平稳态势，呈窄幅震荡。7-8月期间，油价在各国经济复苏超预期、减产协议执行度较好的提振下缓慢上涨，但进入9月，受经济复苏放缓、欧洲疫情反复等影响，油价波动有所加大，出现一定的下跌。欧洲疫情反弹仅是短暂现象，不会改变整体趋势，如果油价继续下跌，OPEC+各产油国或将重新考虑加大减产力度来提振油价，预计年内油价大幅上涨或下跌的可能性均不大，仍将在一定区间内小幅波动。

- **黄金：金价在8月初创下历史新高后，持续震荡下跌，未来走势分歧加大。**三季度初金价仍延续二季度快速涨势，并于8月6日创下历史新高2067.15美元/盎司。不过随后金价便转向，呈持续震荡下跌趋势，目前金价比高点已下跌超10%。市场对未来金价继续上涨还是牛市已经终结的判断出现较大分歧。短期内，美元仍处于强势升值中，金价仍有一定下探空间。但中长期，随着宽松货币政策不断兑现，美元仍有贬值的可能，加上国际地理政治局势持续紧张，金价或重新进入上升通道。

目录

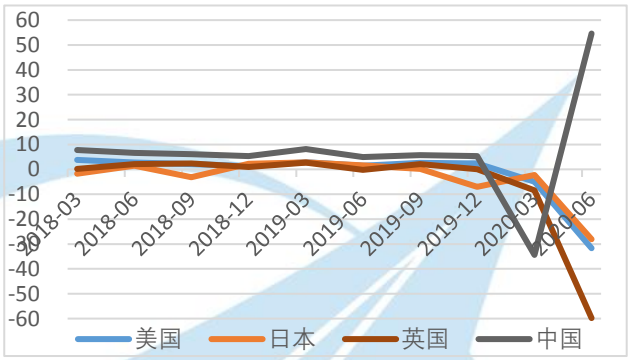
一、 宏观环境.....4
1.1 全球宏观.....4
1.2 国内宏观.....5
二、 金融流动性.....8
2.1 全球金融流动性.....8
2.2 国内金融流动性.....9
三、 三季度大类资产相对价值.....10
四、 资产配置.....11
4.1 利率债.....11
4.2 信用债.....13
4.3 可转债.....21
4.4 权益.....24
4.5 原油.....26
4.6 黄金.....27
五、 总结.....29

一、 宏观环境

1.1 全球：三季度全球经济继续复苏，但随着欧洲疫情反复，复苏速度正在放缓

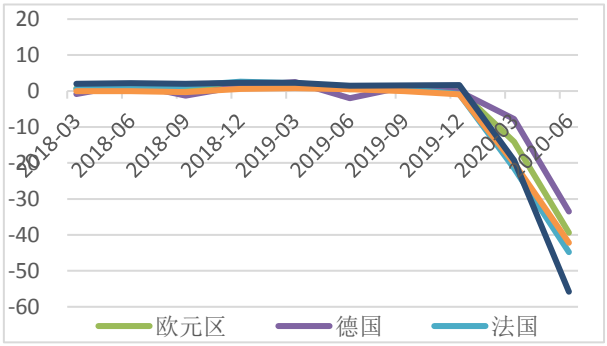
上半年新冠疫情突然爆发并蔓延至全球，各国为应对疫情蔓延采取了严格的社交封锁措施，给全球经济带来了灾难性影响。从 GDP 环比折年率指标来看，二季度，除中国最早反弹外，其他几乎所有主要经济体的经济增速均出现历史性的严重衰退，萎缩区间在 28%-60%不等，其中英国受疫情影响最大，经济环比萎缩超过一半，其次是西班牙、法国、意大利等欧洲受影响最深的国家萎缩均超 40%，美国萎缩 31.7%，日本萎缩幅度最小 28.1%。因为中国是最先遭受疫情也是最早从疫情走出的国家，二季度 GDP 折年环比增速大幅反弹至 54.6%，同比增速为 3.2%。经济衰退最严重的时期正是疫情快速蔓延的时候，主要是在 4-5 月期间。

图 1：美国、日本、英国、中国二季度经济表现（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

图 2：欧元区及德国、法国、意大利、西班牙四国二季度经济增速（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所、中航证券资管业务部

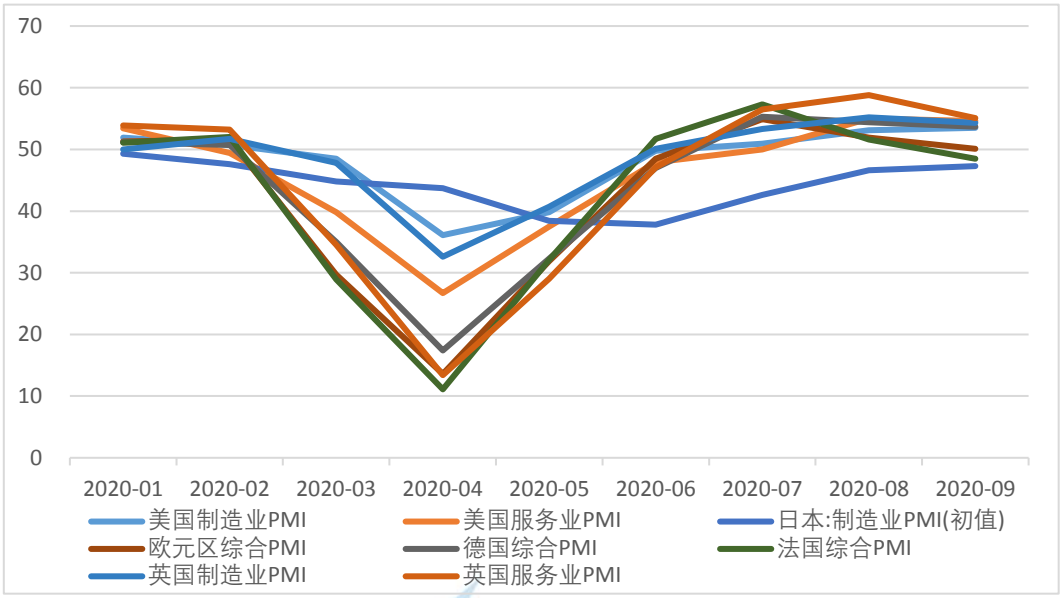
但随着各国逐渐解除封锁措施，全球经济开始快速从底部反弹。反弹从二季度末开始，三季度则延续反弹趋势。从主要经济体国家 PMI 数据看，7-8 月是经济复苏最快的时期，制造业和服务业基本保持在荣枯线之上，其制造业复苏速度明显高于服务业。因此，各国纷纷上调经济增长预期，美联储称美国经济复苏好于预期，预计 2020 年美国经济将萎缩 3.7%，较之前预测大幅调高 2.8 个百分点。日本央行对日本经济的研判也从“极度严峻”调整至“严峻”，称日本经济正走出低谷。

值得注意的是，7 月以后各个国家的经济复苏出现明显分化。法国经济在 7 月达到高点后，增速开始放缓，8 月综合 PMI 从 7 月的 57.3 下降 5.7 个百分点至 51.6，9 月又进一步下降至 48.5，重新跌入荣枯线之下，主因是法国从 7 月开始疫情开始出现二次反弹。

其他国家经济复苏在 8 月则是继续加速，但到了 9 月，基本上所有主要经济体复苏速度均开始放缓，制造业和服务业 PMI 回落至 50 上下，且多数国家服务业 PMI 跌入萎缩区间。

原因可能有两个：一是像法国一样，之前得到控制的疫情出现恶化和二次反弹，一些国家不得不考虑再次收紧防疫措施，从而拖慢了经济复苏的步伐；二是前期实行的经济刺激政策的效果基本释放完毕，经济反弹力度处于强弩之末，经济继续反弹需要更强力度的政策措施，投资者和消费者信心也亟需恢复。

图 3：美国、日本、英国及欧盟国家 PMI（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

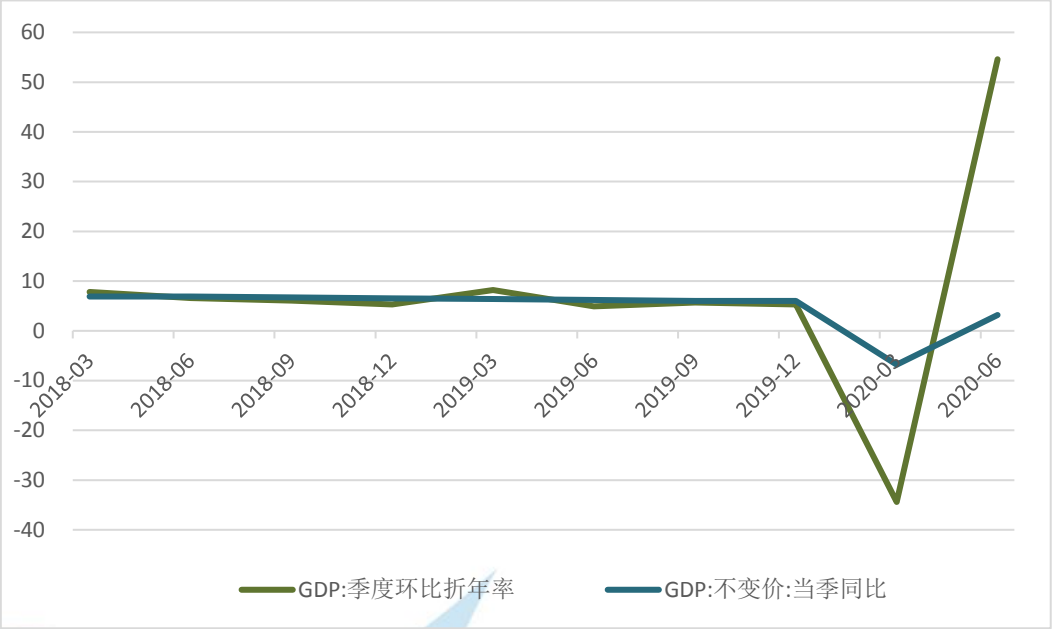
1.2 国内：随着需求回暖，中国经济超预期恢复，四季度经济预计继续复苏，但恢复速度可能较三季度略有放缓

三季度经济向上修复进一步确认，经济的内生动力进一步加强，经济增长的接力棒正逐渐向消费和制造业投资过渡。

中国经济虽然也受到疫情重创，但借助于积极的财政政策和货币政策的有效拉动，中国经济二季度呈“V 型”反弹，GDP 同比增速从-6.8%大幅上升至 3.2%，如果从环比看，折年增速则为 54.6%，创下历史新高。三季度，中国经济继续复苏，同比增速有望达到或接近去年同期水平。

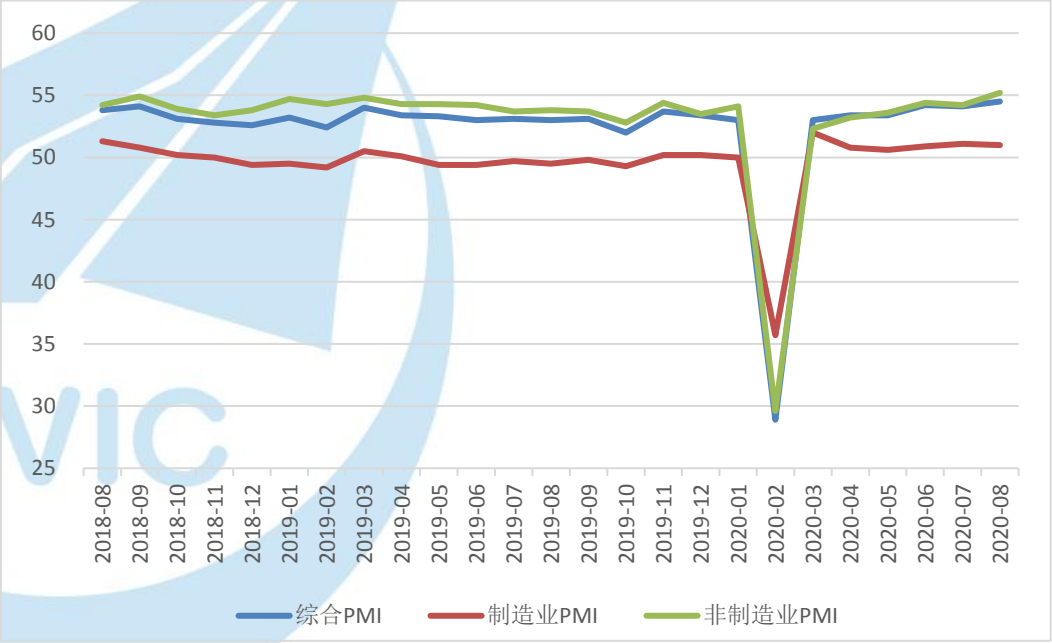
PMI 数据的变化更好地反映了经济复苏过程，制造业和非制造业复苏也不同。综合 PMI 从 3 月触底反弹至荣枯线 50 以上后，继续加速上升，7 月录得 54.1，8 月继续上升 0.4 个百分点至 54.5。但制造业和非制造业恢复路径不同，制造业 PMI 在 3 月反弹至高点后，趋于下降，三季度的 7-8 月维持在 51 左右，而非制造业 PMI 则不断上升，7 月录得 54.2，8 月继续上升 1 个百分点至 55.2，表明三季度非制造业的恢复速度明显高于制造业，这或许与非制造业受疫情影响更加严重有关，其复苏过程需要更长的时间和更快的速度。

图 4：中国二季度经济呈“V 型”反弹至正增长区间（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 5：PMI 反应中国三季度经济加速复苏（%）

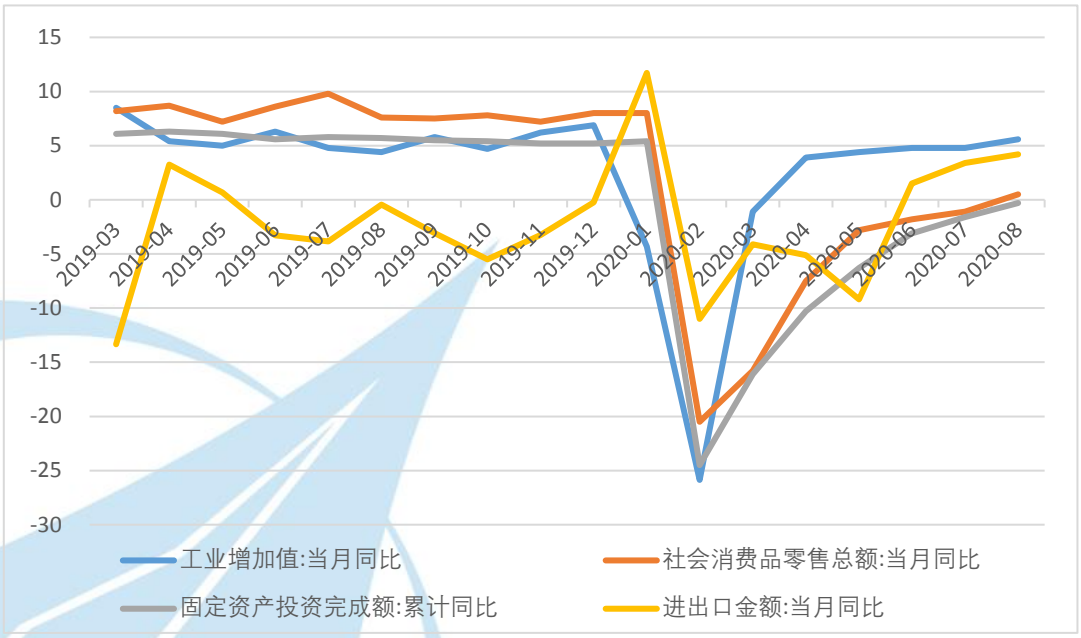


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

另外从体现不同经济面的各项经济指标看，工业增加值、消费、投资、进出口等主要经济指标同比增速均超预期回升，到三季度的 8 月份，除了固定资产投资累计同比仍处于负值外，其他指标同比增速均实现转正，部分指标已回升至去年均值水平，表明随着前期政策逐渐落地，中国经济稳步复苏，回归疫情前水平的态势进一步确立。

具体来看，工业企业增加值 8 月增速上升至接近去年平均值，社会消费品零售同比翻正，出口持续超预期，投资数据略低于预期，就业仍有压力。工业增加值同比增长 5.6%，增速较 7 月加快 0.8 个百分点，已接近去年平均水平，同时也带动 1-8 月累计增速实现由负转正；社会消费品零售总额同比增长 0.5%，较 7 月提高 1.6 个百分点，为年内首度转正；1-8 月固定资产投资（不含农户）累计同比下降 0.3%，降幅较 1-7 月收窄 1.3 个百分点；8 月出口（以美元计）同比增速提高 2.3 个百分点至 9.5%。不过在疫情影响下，高校毕业生等重点群体就业仍面临较大压力，导致就业市场改善有限，8 月全国城镇调查失业率录得 5.6%，仅较 7 月下降 0.1 个百分点，或将成为掣肘经济进一步恢复的一个主要阻力，也影响到政策效果的发挥。

图 6：除投资外，其他经济指标同比增速均转正（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 7：城镇调查失业率下降缓慢（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

四季度经济预计继续复苏，但恢复速度可能较三季度略有放缓。二季度以来经济延续修复趋势，前期主要受地产和基建投资支撑，8 月份以来制造业投资和消费增速开始加速，出口增速也持续超出预期。向后看需求端有望持续修复，基建投资在财政收入逐步到位后，预计能够保持当前增速。制造业投资受出口和消费拉动，修复开始加快。消费中可选消费品增速开始提升。地产投资短期内有韧性，但近期政策调控严格，土地购置开始放缓，后续或拖累投资增速下行。总体而言四季度经济预计继续复苏，但恢复速度可能较三季度略有放缓。需求恢复将带动 PPI 继续回升，但年内上行幅度预计有限。

二、 金融流动性

2.1 全球：疫情反复、经济复苏放缓下，各国央行以维持现有较宽松政策为主，鸽派信号明显

为应对疫情严重冲击，全球主要央行均采取较为宽松的货币政策，美联储 3 月大幅下调基准利率至零附近，英国和日本央行则将利率降至负值区间，为经济注入大量流动性。同时，美联储还陆续推出多个非常规政策工具，包括无限 QE、成为最后贷款人（PDCF、MMLF 等）、并将“最后贷款人”拓展至私人部门（PMCCF、SMCCF、MLF 等），购买了大量政府和企业债券。通过配合各国政府推出的大规模经济救助，如美联储就在疫情爆发之初推出总规模达 3 万亿美元的救助，政策在挽救和避免经济崩溃上发挥了关键性作用，避免了大量企业倒闭以及失业率大幅下滑，为疫情解封后的经济恢复起到重要支撑作用。但这些政策对经济恢复的作用不是万能的，随着政策效果递减，政策对经济恢复的支撑作用越来小，经济复苏速度开始放缓，劳动力市场改善有限。此外，欧美等国家疫情二次反弹也对经济恢复产生更多掣肘。

面对经济可能的再次疲软，欧美主要央行短期内宽松政策不会加码，同时转向观望，但整体都释放了鸽派信号，预计各国央行将在较长一段时间内维持超宽松货币政策环境，这将对经济产生提振，基本符合市场预期。美联储在 9 月最新货币政策会议上宣布维持联邦基金利率目标区间在 0 至 0.25%之间，并称这一利率区间将保持至 2023 年不变。美联储还宣布调整长期坚持的通胀框架，尽管坚持通胀目标 2%不变，但允许一段时间内通胀可以超过 2%，不过在经济疲软下预计今年底之前通胀都将保持在较低水平，直到 2023 年才可能回到设定的 2%或以上。

英国央行、日本央行随后也宣布按兵不动。日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，将 10 年期国债收益率目标维持在零附近不变，符合市场预期。随后，英国央行也宣布维持基准利率在 0.1%不变，维持资产总购买规模在 7450 亿英镑不变。此前，欧洲央行在 9 月货币政策会议上也没有对货币政策及前瞻指引进行措辞上的改变。不过，目前全球基本维持在一个较低的利率水平，即使经济有所变化，可操作的空间也十分有限。

财政政策方面，如果经济继续疲软不见起色，仍需各国提供更多的财政支持。美国共和党政府此前推出的创历史规模的经济救助计划基本于二季度底到期，整个三季度，美国国会两党都在就推出新一轮财政刺激计划进行谈判，但由于双方分歧较大，新救助计划迟迟未能达成，造成投资者信心因此动摇，市场波动加大。9 月底，美国众议院民主党提出一项规模达 2.2 万亿美元的救助计划，以支持仍然受到疫情影响的美国家庭和企业，而此前共和党提出的计划规模仅为 1 万亿美元左右，两者差距较大。此外，民主党此项计划仍需要共和党领导的参议院批准，考虑到许多参议员反对大规模的赤字支出，因此计划通过批准的难度较大，预计在美国大选前，美国推出新一轮财政刺激计划的可能性不高，这将对经济复苏造成拖累。

2.2 国内：二季度开始货币政策边际收紧，预计四季度货币政策总体仍然呈现中性略宽松状态

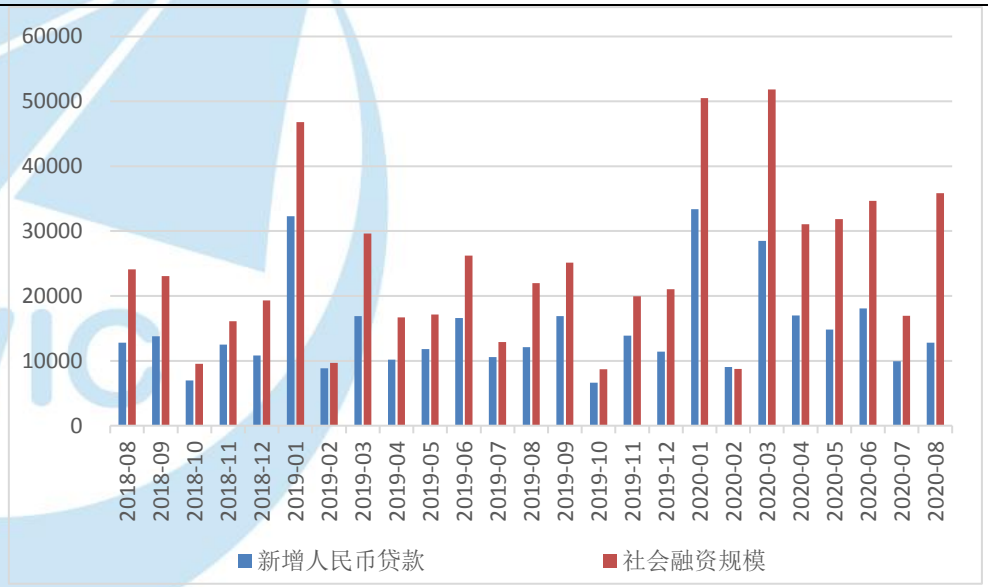
疫情爆发初期，央行不仅下调了基准利率和准备金率，而且通过 MLF、逆回购、再贷款再贴现等各项货币工具向经济注入流动性，保持了较宽松的货币政策环境，很好地支持了经济复苏。因此央行一季度明显加大了财政政策和货币政策支持力度，二季度也基本保持各项信贷和融资数据平稳。

但是 5 月份开始，由于中国经济持续向好，央行货币政策出现了一定程度的调整，5-6 月政策的结构性和精准直达性开始被更多强调，以及央行新创设两个直达实体经济的货币政策工具，通过 SPV 向银行提供资金用于普惠小微企业信用贷款和延期贷款，相当于绕开宽货币直接宽信用。自此，宽货币逐渐转向宽信用，逐步回归常态的货币政策更加强调精准导向和直达性。6-7 月 MLF 分别净投放/净回笼分别为-5400 亿元和 0 亿元。8 月开始，央行通过高频率和相对大额的逆回购投放来对冲政府债券发行缴款的影响和稳定资金面，并且也重启了 14 天逆回购进行配合。8 月-9 月分别央行净投放 MLF1500 亿元和 4000 亿元。

从具体资金利率来看，三季度以来，短期资金价格整体中枢较二季度有所上移。与二季度相比，三季度 DR001 均值上行 55BP 至 1.87%，DR007 均 值上行 48BP 至 2.15%，DR014 均值上行 62BP 至 2.17%，DR1M 均值上行 61BP 至 2.27%。由于流动性保持适中，R007 和 DR007 利差多次超过 20BP，流动性分层程度稍明显。

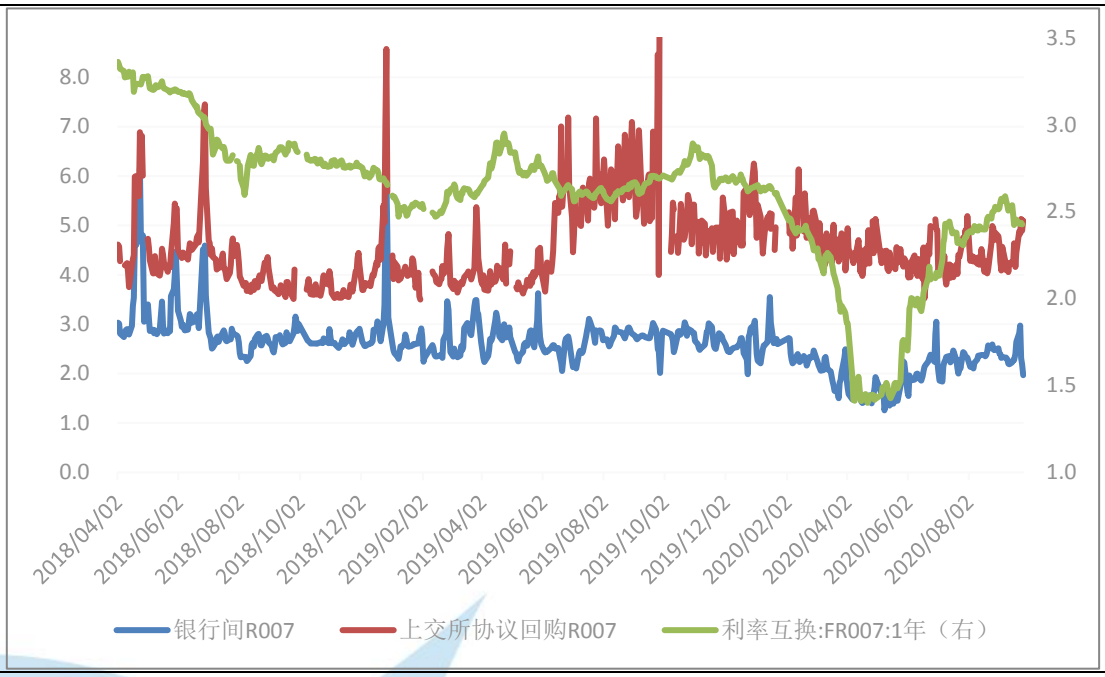
从金融数据上看，新增信贷也开始逐渐向 2019 年正常水平靠拢。7 月新增人民币贷款 0.99 万亿元，低于去年同期水平；8 月新增人民币贷款 1.28 万亿元，仅略高于去年同期水平。货币政策的收紧也反映在货币供应增速上，8 月，M2 同比增长 10.4%，环比下降 0.3 个百分点。但是 M1 同比增速环比提高 1.1 个百分点，M2 月 M1 剪刀差进一步收窄，表明企业活力较好，实体流动性继续改善，信用仍在扩张。

图 8：信贷规模缩减，但政府加大了财政投入（万亿人民币）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 9：三季度资金利率明显上行（%）



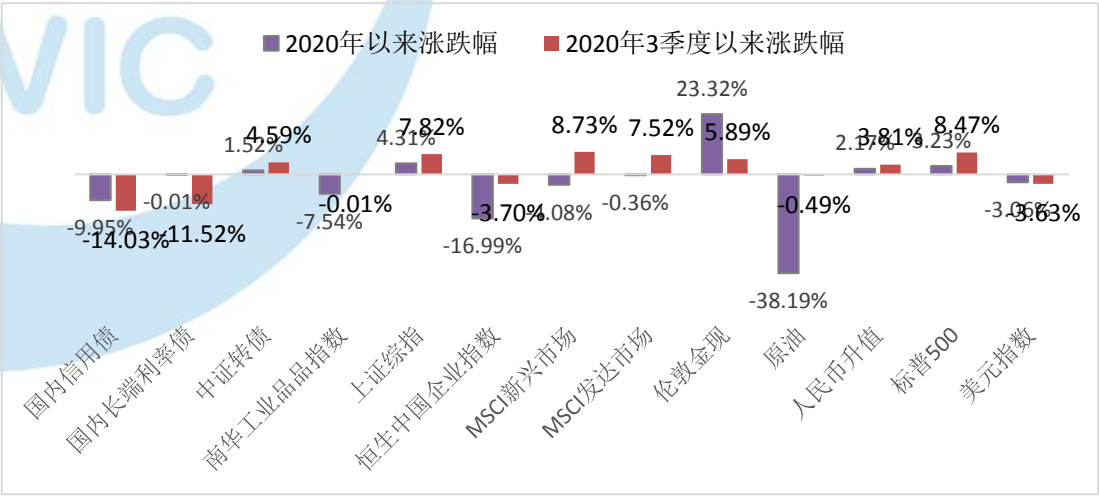
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从银行存单利率来看，9 月份开始，存单利率持续上行，1Y 国股存单发行利率目前已上行至 3.05%，6M 和 9M 国股存单也上行至 3%以上。一方面缘于 5 月份以来央行货币政策基调边际收紧，银行体系总量流动性持续收缩，超储率连创新低；另一方面更重要的原因在于监管层要求银行压降结构性存款。

经济连续数月有较好恢复表现，预计四季度社融增速延续扩张，对后续经济仍有一定支撑，货币政策仍然为寻求稳增长与防风险的平衡，短期没有放松的必要。最新一轮国常会要求保持稳健的货币政策灵活适度，较此前“更加灵活适度”的要求有所弱化。国内经济的恢复基础仍然较为薄弱，后续经济恢复仍需要货币政策及财政政策的支持，货币政策也难以收紧，预计四季度货币政策总体仍然呈现中性略宽松状态。

三、 三季度大类资产相对价值

图 10：三季度资金利率明显上行（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从大类资产的表现中可以看出：1）国内债券从二季度开始下跌，主要原因在于央行货币政策的边际变化，以及利率债的供给压力，各期限利率债及信用债收益率均出现不同程度上行，7 月初利率债在权益市场的影响下，快速下跌，8 月及 9 月下跌速度放缓，整个三季度债券的资本利得为负；2）A 股在二季度开始重拾涨势，7 月初上涨斜率较高，但是涨势没有延续整个三季度，虽然逐渐发布的经济数据持续好转，但是 8 月、9 月权益市场的表现却差强人意，然而权益仍是 3 季度表现最好的资产，整个三季度上涨 7.82%；3）原油价格在二季度大幅上涨，成为二季度涨幅最大的资产，但是三季度未能延续延续 5、6 月份的单边上行走势，转为宽幅震荡，反应了原油基本面偏弱的真实状况。4）三季度，人民币相对美元一度升值来到 6.75 关口附近，一方面 7 月中上旬 A 股快速上涨加速外资流入，高利差下人民币债券资产吸引的外资规模也处于高位；另一方面，待中美高级别磋商谈判落幕、不确定性扫除后，为修复前期相对美元锚的偏离，人民币汇率补升。9 月中下旬全球风险情绪扭转，美元指数加速反弹，人民币汇率止升进入短线调整。

三季度以来，股债性价比发生边际变化，截至到 9 月末，上证 50/沪深 300 股息率与十年国债利差分别为-15BP 和-89BP，分别位于 05 年以来的 72%和 64%分位；创业板 E/P 与十年国债利差为-1.5BP，位于 2010 年以来的 44%分位。从股息率和国债收益率的比值看，短期略微向债市偏移。10 年期国债收益率维持在 3%以上，配置盘对债券市场的关注度也开始增加。叠加权益市场风格轮动切换至防御，短期而言，债券收益率相对股息率有更好的配置空间，尤其是相对创业板指数的配置价值更大。

四、 资产配置

4.1 利率债：三季度债市延续震荡下跌，四季度多空因素为明显改善，预计债市仍难以逆转

1）2020 年三季度利率债走势回顾

三季度债市延续了 4 月底以来的跌势，整体呈现震荡下跌的走势。本轮债市调整自 4 月末开始，4 月末海内外复工预期抬升风险偏好，央行货币政策开始出现边际变化，抬升资金中枢，5 月利率债的供给冲击开始，7 月上旬资金面继续收紧，股市的快速上涨带来股债跷跷板效应，债基遭遇大面积赎回，利率债连续快速下跌。7 月下旬股市大涨告一段落，资金面紧平衡，债市步入震荡。

8 月开始，利率债供给量较大，加之此前央行持续回笼货币，造成银行超储率下降，9 月利率债供给量依然教高，季末因素加上缴税缴款导致资金面偏紧，资金利率中枢继续抬升；与此同时，经济复苏持续、社融稳中略升，债市进入熊平行情。10-1Y 国债期限利差在 5 月中旬最大走扩至 147BP，创 2015 年 8 月以来最大值。4 月 30 日以来牛陡切换至熊平，9 月底期限利差收窄至 50BP、创近一年新低。

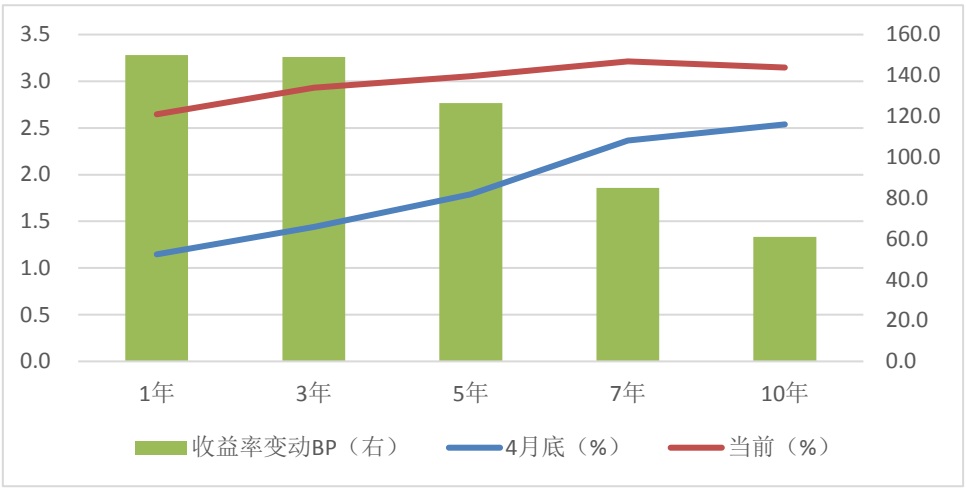
表 1：国债关键期限利率变化

国债期限	4 月底（%）	当前（%）	收益率变动（BP）
1 年	1.1465	2.6462	149.97
3 年	1.4395	2.9301	149.06
5 年	1.7886	3.0537	126.51
7 年	2.3639	3.2126	84.87
10 年	2.5380	3.1482	61.02
10-1 利差	1.3915	0.5020	

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

今年 4 月底以来，中国 10 年期国债利率大幅上行 61BP，而同期日本、美国十年国债利率仅上行 8BP、5BP，英国和德国利率下行 9BP 和 1BP。美日欧 1 年期国债利率变动幅度仅仅在 6BP 以内，而我国短端利率大幅上行 149BP。这源于我国货币政策边际有所收紧，背后原因是我国疫情拐点和复工拐点远早于欧美。

图 11：4 月底以来牛陡变熊平



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）2020 年四季度利率债展望：

从基本面看，国内外经济持续修复。四季度国内经济仍然处于持续修复的趋势中，尽管速率有所放缓，但回升的趋势暂时难以证伪。同时海外经济也在持续复工，经济数据也继续修复，基本面对债券市场仍然不利。

从流动性层面看，货币政策保持中性。资金利率中枢上行后维持在政策利率附近，同时银行受结构性存 款压降影响，负债压力较大，导致同业存单利率居高不下。向后看短期内经济复苏延续，货币政策转向宽松的可能性较小，资金利率将制约长端利率下行空间。

从供需层面看，四季度整体利率债供给压力缓解，10 月压力仍大。预计四季度利率净融资额 2.1 万亿元，显著低于 2、3 季度的供给量，但相比去年同期大增近 1 万亿元。根据赤字规模和到期量推算，四季度国债发行量预计为 1.87 万亿元，占全年发行量的 28.2%，与过去两年同期四季度发行占比大致相当，净融资预计 1.3 万亿元；根据赤字规模、专项债发行规模以及到期量推算，预计四季度地方债发行规模 1.1 万亿元，占全年发行总量的 16.6%，明显高于 2018 年和 2019 年同期的 8.8%和 4.1%，10 月底前专项债需要发行完，10 月发行压力较大，净融资预计 0.5 万亿元；政金债根据历年发行规模推算，四季度总发行量预计 0.65 万亿元左右左右，净融资 0.3 万亿元。

从供需层面看，四季度银行负债压力仍较大。四季度结构性存款压降压力仍存，截至 8 月银行结构性存款余额连续 4 个月录得下降，较 4 月下降 2.4 万亿元，余额降至 94202.58 亿元，已经低于 19 年年底的 95980 亿元，根据监管要求，9 月底结构性存款压降至去年年末水平的阶段性目标已经完成。但是年末压降至去年年末的 2/3，即 6.4 万亿元，仍有 3 万亿元差异，压力不容乐观。银行存单到期压力仍高，四季度银行存单到期量共计 51421 亿元，较三季度增加 6408 亿元，其中 10 月到期 18871 亿元，创下继 3 月以后的年内新高。四季度银行同时面临结构性存款压降及同业存单到期的双重压力，一方面存单收益率难以下降，另一方面也会给利率债需求带来较大不确定性。

综上，经济基本面持续修复，货币政策维持中性，10 月利率债发行高峰过后，供需矛盾弱改善，债市多空因素较 3 季度并无明显变化，四季度债券仍有下跌压力。但是海外疫情反复、美国大选等不确定性因素，以及流动性整体平衡的定位下边际上资金的松紧仍会影响债市的情绪。

未来利率曲线的变化取决于央行能否通过精准投放维持中短端利率稳定。如果央行投放有意将 DR007 稳定在 2.2%附近，将同业存单利率稳住 3%左右，那么流动性仍可维持紧平衡，我们判断 10 年国债 3.2%附近存在安全边际，10 年国开的安全边际是 3.7%。四季度债券收益率大概率震荡，依然建议控制久期，配置盘可继续选择性价比较高的品种介入，目前 3Y、5Y 政金债配置价值较高。

4.2 信用债：三季度信用债跟随利率债调整，城投债仍是安全品种，产业债优选受益于经济回暖的周期性行业

1）2020 年三季度信用债走势回顾

三季度以来，信用债与国债之间利差以压缩为主，主要原因在于，年中以来信用债收益率随利率债一路上行，回升至去年年底水平，但是信用债收益率上行幅度不及利率债，信用利差被动收窄，1-5 年期信用利差普遍收窄 1-33BP。而二季度较年初信用利差整体走阔，主要因为信用债收益率下行幅度不及利率债从而被动走阔。具体来看，7 月上半月，股市快速上涨，股债跷跷板下债市大幅调整，债基大面积赎回致使信用债下跌幅度较利率债更大，利差大幅推升。7 月下半月以后债市情绪回暖，信用债受配置盘影响，收益率下行，信用利差逐步回落，利差持续压缩，在 8 月及 9 月利率债调整的进程中，信用债跌幅较小，表现出了明显的抗跌性。截至 9 月底中短久期品种已经回到疫情受债市关注前（1 月 21 日）的水平。

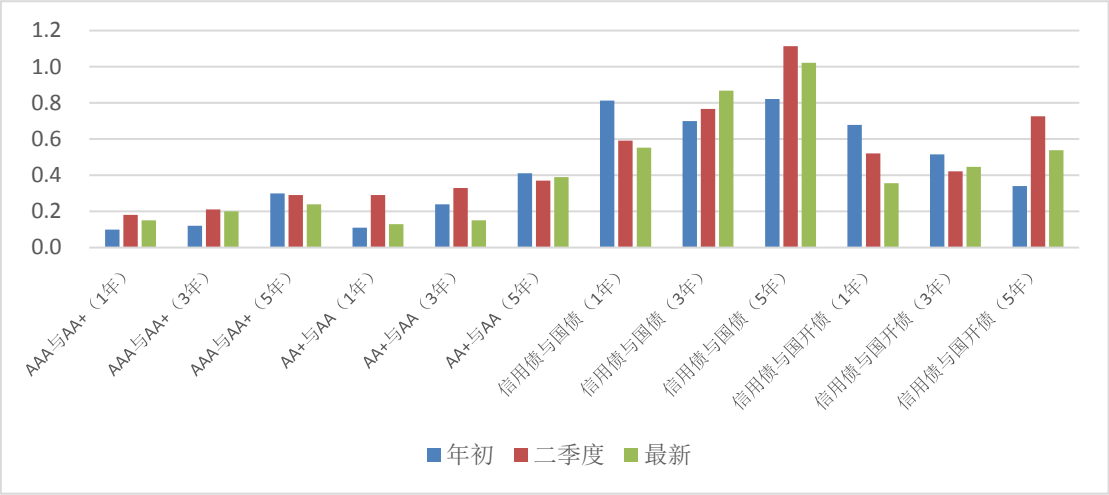
表 2：三季度信用债收益率变化

信用债种类	当前利率（%）	2013 年以来分位数（%）	较上季末变动（BP）
信用债(AAA):1 年	3.173	27.10	43.98
信用债(AAA):3 年	3.7292	34.20	52.86
信用债(AAA):5 年	3.971	33.00	28.08
信用债(AA+):1 年	3.333	24.10	41.98
信用债(AA+):3 年	3.889	31.50	47.84
信用债(AA+):5 年	4.201	28.90	22.08
信用债(AA):1 年	3.483	19.90	27.98
信用债(AA):3 年	4.049	23.30	30.84
信用债(AA):5 年	4.571	25.20	22.08

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

等级利差方面，三季度 1 年期和 3 年期 AA 与 AA+利差明显收窄，体现了宽货币向宽信用、防风险转换后，市场开始挖掘信用债票息收益，适当下沉资质，机构在短久期债券当中采用资质下沉策略较多。

图 12：三季度等级间信用利差压缩（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）四季度信用债投资展望

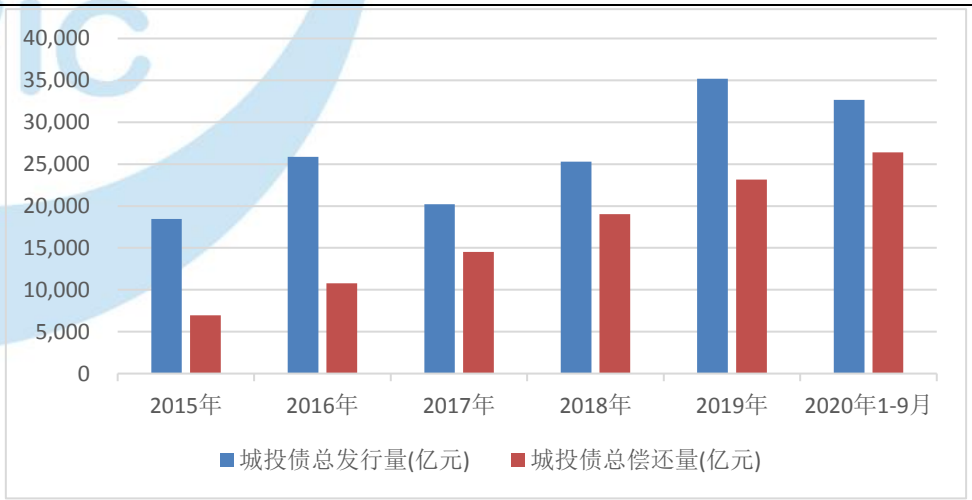
a）城投债：仍是中短期较为安全的品种

当前各地财政压力客观存在，疫情进一步影响部分地区财政收入。1-7 月全国公共财政收入累计下滑 8.7%，其中地方本级财政收入同比累计下滑 6.2% 。各地区间财政压力程度有所分化，受疫情冲击较大的比如湖北、海南（旅游业受影响严重）、黑龙江、天津、陕西等地区财政收入下滑幅度较大；而贵州、河南、河北、广西、青海等地受影响相对较小。

今年大量发行的地方债和特别国债有力的缓解了地方财政压力，抵消地方财力的削弱对平台带来的负面影响。给予地方财政更多的协调空间，当前的政策仍然利好城投，

随着经济缓慢回升，各地区复工复产有序推进，预计未来一般预算收入降幅将逐步收窄，政府性基金收入增速进一步提升，但各地区间亦将继续分化，城投债信用风险整体较低。得益于宽松的融资环境，2020 年 1-9 月，城投债发行规模达 3.26 万亿元，同比大幅增长 55%；净融资约 0.63 万亿元。从各月度看，除 1 月份受春节因素影响，上半年各月发行规模增速均保持在 70%以上；7 月以来，随着货币政策逐步回归常态，城债发行规模增速有所回落，但仍保持较高水平。

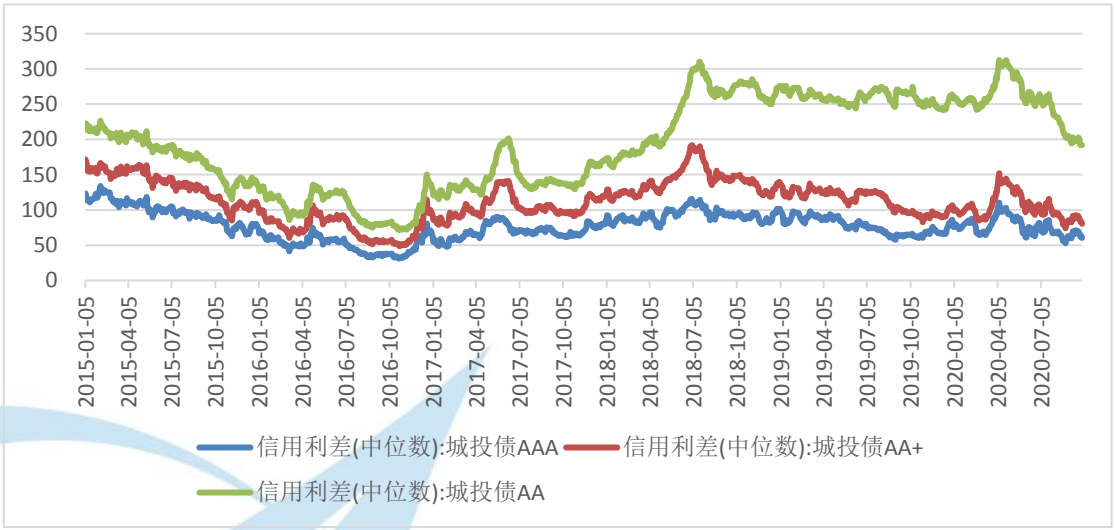
图 13：2020 年城投债发行量超过去年同期



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从城投债信用利差来看，7 月初利率债与信用债同步大幅调整，同时由于权益市场短时间快速上涨，从而造成债基面临较大赎回压力，城投债作为市场认可度较高，流动性较好的品种，遭到抛售，使得城投债的信用利差快速走阔，而在后续 8-9 月份利率债的调整中，信用债调整幅度较小，又使得城投债的信用利差再度快速收窄，目前各等级城投债利差水平均低于年初，特别是 AA 等级信用利差收窄幅度更大，表明在配置压力以及市场对政策利好城投的一致预期下，城投资质下沉的策略比较普遍。

图 14：AA 级别城投债信用利差压缩明显（BP）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

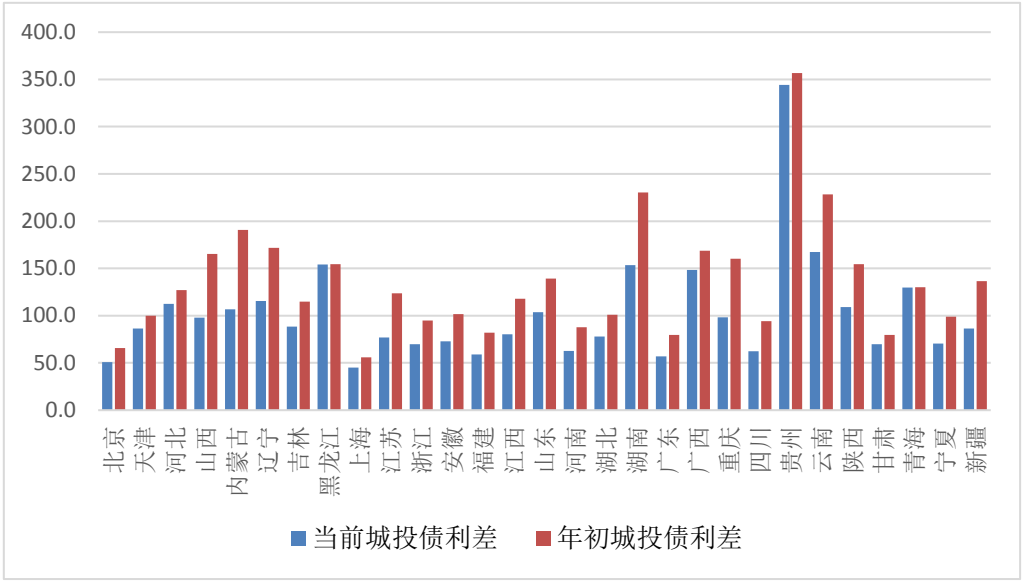
各地区利差较年初均有不同幅度压缩，但是贵州、黑龙江、广西以及青海，利差压缩幅度较小，市场认可度仍低。从地区利差来看，贵州、云南、湖南、黑龙江以及广西仍为地区信用利差中较高的地区，虽然在政策利好城投的一致预期下，各地区信用利差均较年初不同程度收窄，但是各地收窄幅度差异较大，特别是高利差地区，从而表现出市场对于各地区化债及刚兑的努力程度的认可度，贵州、黑龙江、广西以及青海，利差压缩幅度较小，或者几乎没有变化。

在资质下沉的过程中，建议选取，江苏、浙江、山东、四川等省份的经济实力较强或债务负担较低的县级城投，其余地区在下沉资质的过程中建议选择严格控制久期在 1 年以内。

贵州地区可关注贵州企业参与化债中的具体操作，带来的投资机会。2018 年以来贵州省政府更为注重同市场的沟通、并采取了更为积极的采取市场化的债务化解方案，但是贵州省非标瑕疵风险暴露较多，市场认可度依然较低，对于贵州地区需密切关注贵州金控集团和贵州茅台后续参与化债的具体操作，建议投资者关注贵州省债务化解过程中的投资机会。

东北地区省会、计划单列市经济活动较为活跃可作为资质下沉的地区，但是尾部风险需要关注。黑龙江经济增速处于较低水平，产业结构不合理以及产业转型乏力可能导致当地产业造血能力下降，财力也会进而下滑，不利于为城投平台提供有利发展环境。此外，东北地区曾发生非标违约等负面事件，对地区市场形象影响较大。但是东北三省 2019 年调整后债务率处于全国中游，2018 年债务结构中非标融资占比不高，融资结构较为健康。省会、计划单列市经济活动较为活跃可作为资质下沉的地区。东北发债区域财政实力整体较弱，区域政府协调资源、支持城投偿债的能力较为有限，尾部风险值得关注。

图 15：各省信用利差中位数（BP）



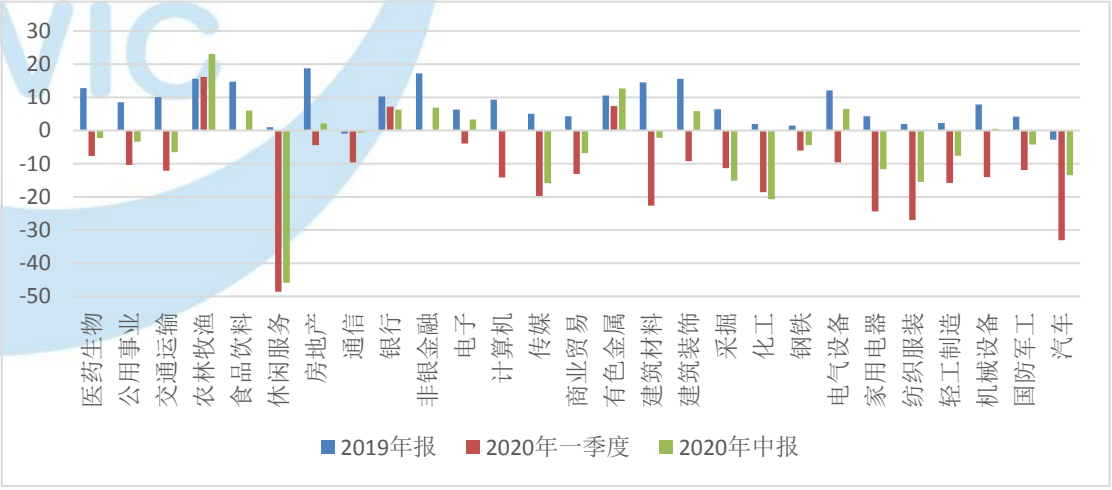
资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

考虑到四季度货币政策的边际变化，预计部分弱资质城投再融资环境将边际收紧，分化进一步凸显。发行主体中 AA 级及以下城投占比较高的一些省份或将受到一定的不利影响，如内蒙、贵州、辽宁、黑龙江、湖南等。需警惕未来逆周期政策退潮时有息债务到期压力很大，所在地区财力偏弱、土地行情处于低位、可调配金融资源偏少的城投公司再现违约风险。

b）**产业债：建议优选经济回暖情况下景气度回升的周期性行业**

各行业二季度景气度回升，行业间仍有分化。随着复工复产的推进，各行业发行人盈利在二季度有明显的回升，收入降幅较一季度明显收窄，不过各行业累计上半年盈利同比仍有 40%以上的降幅。各行业分化方面，农林牧渔、食品饮料、银行、非银金融以及有色金属一季度及二季度营收均为正增长，受益于传统基建拉动以及电力电网基建投资速度的加快，二季度建材、电力及公用事业、电力设备及新能源行业盈利状况明显回升，地产、电子、计算机、建筑装饰、电气设备以及机械设备二季度由负转正，采掘和化工二季度营收下滑较一季度进一步扩大，其他行业二季度营收下滑幅度均有不同程度的收窄。

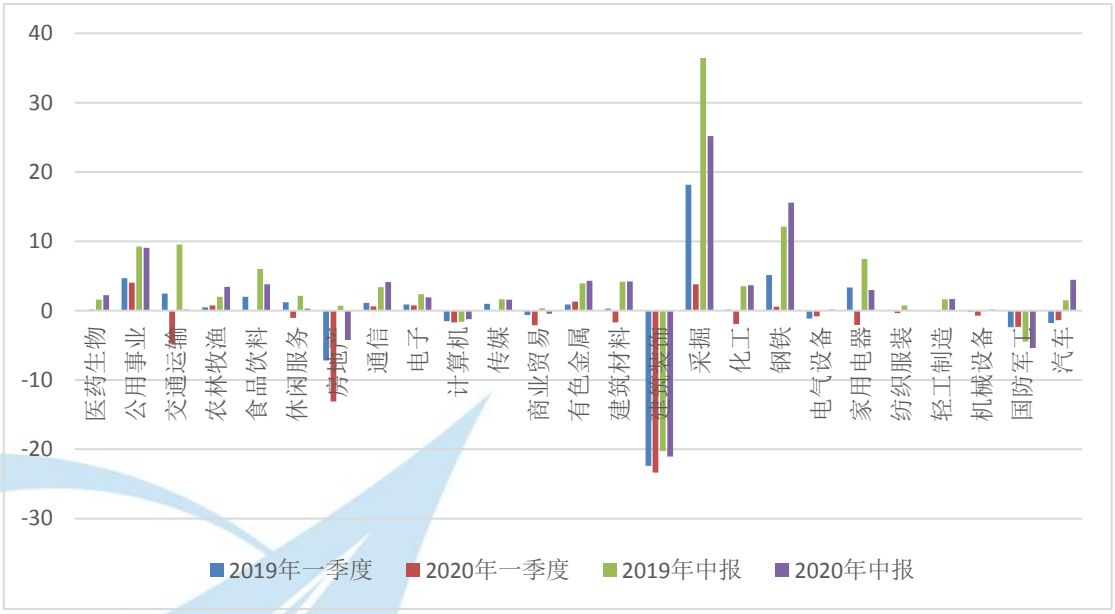
图 16：营业收入合计同比增长率（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

医药生物、公用事业以及农林牧渔等行业上半年经营性现金流净流入。从各行业内部现金流来看，一季度经营性现金流与去年同期相比较去年明显变差，二季度经营性现金流较一季度有明显修复，医药生物、公用事业、农林牧渔、通信、电子、计算机、传媒、有色金属以及采掘今年 1、2 季度均为净流入，交通运输、建筑材料、化工 2 季度转正，地产、建筑装饰 、国防军工仍为净流出。

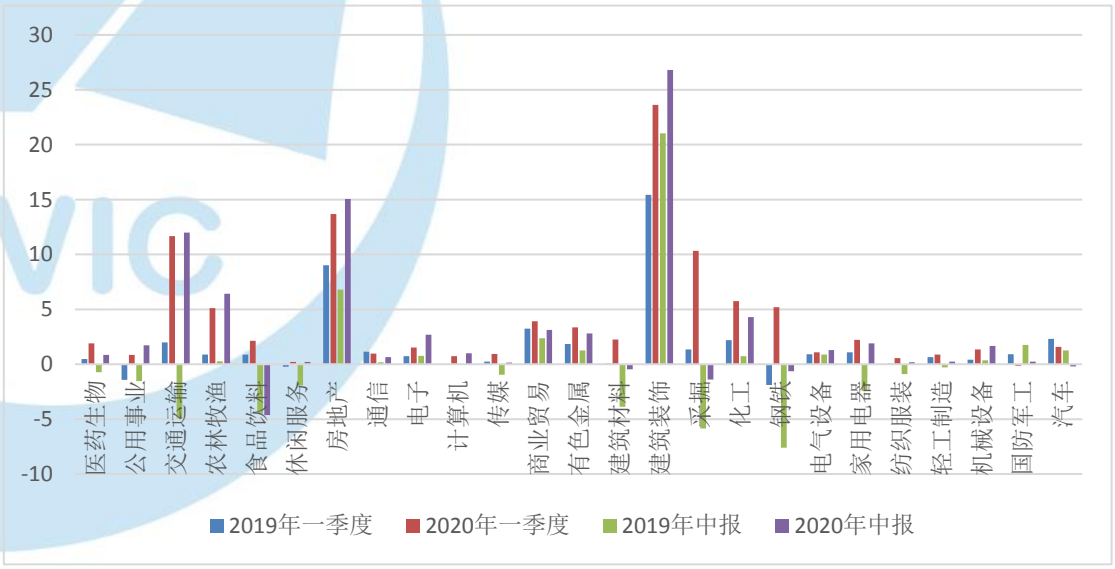
图 17：经营活动产生的现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

今年宽松的融资环境下，筹资性现金流较去年上升。今年以来，外部融资环境宽松，各行业发行人筹资性现金流较去年有明显回升。除食品饮料、国防军工及汽车之外，其余各行业筹资性现金流均为净流入。

图 18：筹资活动产生的现金流量净额（亿元）

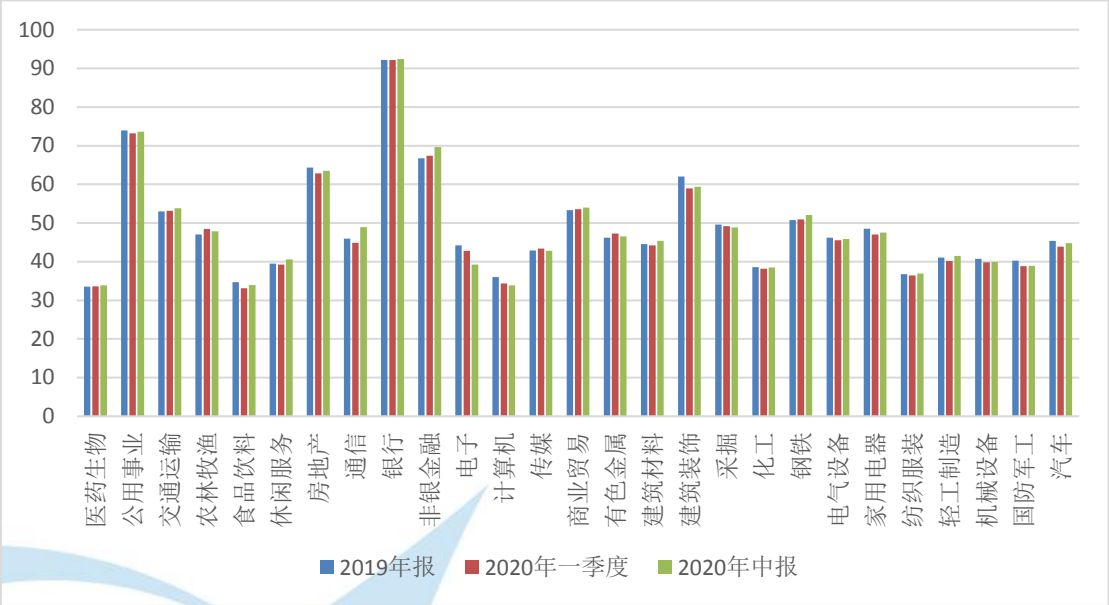


资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

市场大部分行业负债率都较去年底有小幅上升。去产能相关的钢铁、建材、煤炭及有色金属行业资产负债率均小幅升高，而负债率下降较多的行业有国防军工和食品饮料业，行业资产负债率较上年底分别下

降 3.2 与 1.9 个百分点。上半年杠杆率明显走高的行业有计算机、农林牧渔及消费者服务行业，2020 年上半年资产负债率分别提升约 4.3、3.5 及 3.3 个百分点，杠杆率走高后整体负债率还是保持较低水平。

图 19：各行业资产负债率变化（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从以上财务数据可以观察出，今年以来医药生物、农林牧渔、有色金属、电气设备以及汽车等行业景气度均有不同程度的提升。

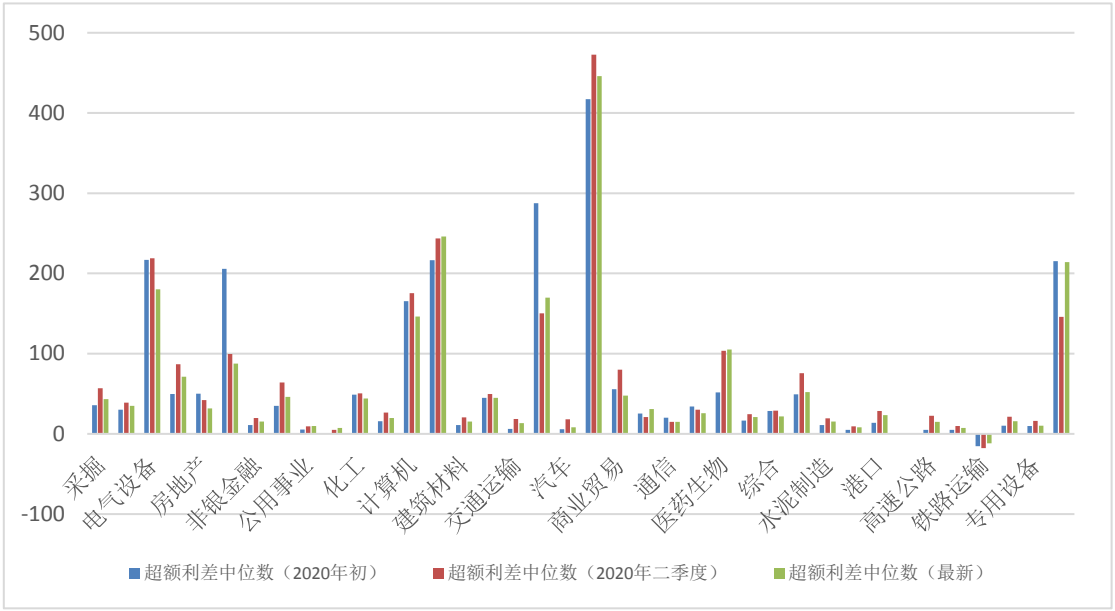
钢铁行业受到疫情影响，加之原材料价格上涨，行业景气程度处于较低水平，对企业盈利能力造成挤压，行业盈利水平持续下行，行业平均净利润、营业收入均同比下降，其中净利润降幅显著。下半年从需求来看，虽然房地产政策开始调整，土地购置增速开始回落，但基建等稳增长政策依然处于见效期，因而整体钢铁需求依然处于较高水平，短期来看，需求依然有支撑。建议以风险程度较低的国有企业为主要投资标的，适当下沉经营稳健、利润水平较好的民营企业。

有色金属下游行业需求不振，叠加年初以来新冠疫情等黑天鹅事件冲击，对行业盈利水平形成较强的冲击，由于经营性现金流表现较好，目前有色金属行业信用利差仍处于较低水平。建议关注资源储备量充足，市场占有率高，信用资质相对较好的主体。

煤炭行业，上半年受疫情影响，营收减少，盈利能力下滑。随着疫情之后经济逐步恢复与需求的改善，煤价处于回升通道之中，因而上半年煤炭企业盈利将在下半年提升，财务状况也将相应改善，这意味着信用风险将相对下降。因此，煤炭债值得在下半年增加配置。

电气设备行业，依托于电力工业的发展，受宏观经济及国家政策影响较大，与国民经济发展具有较强的正相关性。近年来我国经济整体增速有所放缓，电力相对过剩，电力行业投资不断下滑，电气设备的需求端偏弱。而电气设备行业竞争激烈，尤其是低端领域，部分细分行业产能相对过剩，行业环境相对较差，信用利差整体处于较高水平，建议关注高端领域，财务稳健、偿债能力较好，应收账款占比较低，外部融资空间较广的细分领域龙头。

图 20：行业超额利差（BP）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

短期内中高等级产业债仍是配置主力，当前信用利差为历史低位，久期不宜过长，保持中短久期，资质方面中高等级仍是首选。随着疫情得到较好的控制，国内经济逐步回暖，各家市场参与主体配置力量仍然较强，有望带动高等级空间进一步收窄，但空间有限。低等级全面下面下沉，仍需等待企业需求端的进有效改善以及经济基本面的进一步好转，建议从基本面稳健、抗风险能力较强的中低等级国企开始下沉。行业可关注汽车、地产、水泥等、以及受益于成本下行的部分化工企业。

c)地产债：关注融资收紧对地产债发行主体的资质影响，建议选择排名靠前，土储结构优质的地产企业

房地产行业融资管理新规发布，利空财务激进房企，稳健龙头明显受益。2020 年 8 月住建部提出房地产行业融资管理新规，将房企以“三条红线”来进行划分为“红、橙、黄、绿”四档。“三条红线”分别是：1）剔除预收款后的资产负债率大于 70%。2）净负债率大于 100%。3）现金短债比小于 1。处于不同颜色档内房企有息负债规模增速阈值不同。归为红档的房企有息负债规模增速不能增加，归为橙档的有息负债规模增速不能超过 5%，归为黄档的有息负债规模增速不能超过 10%，归为绿档的有息负债规模不能超过 15%。债务增速的分档控制影响面较广，发债主体中大概有 4 成落入红档和橙档，但实质影响可能没那么大，一是还未全行业执行，或以试点先行，二是具体指标还待明确，比如如果重点监测表内指标，不少房企表内表外仍有调整空间。债务分档控制下个企影响差异较大，稳健龙头明显受益，仍享有较宽裕的债务增速空间。

本次融资收紧政策对于地产债利差影响有限。地产债利差受信用基本面影响较大，融资复苏、销售回暖与投资下行是地产债利差收窄的三个重要条件。基于历史经验，地产利差与融资环境松紧程度相关性较高，2020 年一季度市场对地产债的偏好较高，地产债特别是 AA+级和 AA 级的超额利差迅速、大幅压缩；二季度以来，随着地产债收益率回落至低位，挖掘性价比也有所下降，行情回归平淡。本次融资新规之后，预计地产企业之间的分化明显，AAA 影响较小，AA+及 AA 利差预计会出现一定程度的走阔，但在销售未出现断崖式下跌的情况下预计走阔幅度有限。今年 3 月以来，地产销售环比销售情况持续好转，5 月单月实

现同比正增长。1-8 月累计销售面积降幅明显缩窄，下降 3.3%，销售额较去年同期已实现正增长；累计销售额同比转增至 1.6%，目前地产销售仍然保持较好增速。

通过规模、新规划分的档次、土储规模及债务负担等几个方面甄选优质性价比地产债。

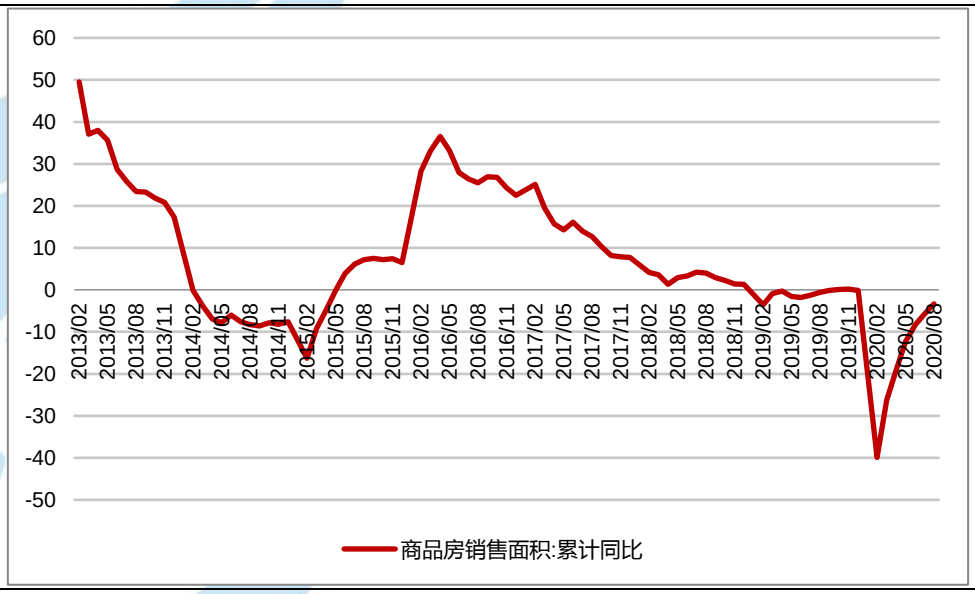
规模方面看，虽然今年 7 月泰禾违约开启了第一单中大型地产公司境内公开债务违约，但是规模因素仍然是影响房企基本面的一个重要因素，前 50 名房企在盈利能力，销售规模，融资结构及土储质量方面都拥有较明显优势。

融资新规将对地产行业的产生长远影响，进一步加强了头部企业的融资能力，激进型房企融资难度加大，因此在信用债判断是优先选择绿档、黄档或土储结构较好的橙档和红档，并在这几档中选择有利差挖掘空间的个券。

土地储备是房地产企业经营的基础，存量土储规模是房企实力和成长空间的重要指标。土储过高资金占用成本较高，可能造成净负债率偏高；而土储倍数过低意味着房地产企业面临着补库存的压力。其中需要警惕，土储倍数短，但净负债率高的企业，土储倍数短、净负债率高，土地储备不足下有补库存压力，叠加净负债率高，推盘意愿强烈但又受限于土储，如蓝光、合景泰富、正荣，另外需要关注虽然土储倍数较长，但是净负债率极高的，如富力及恒大。

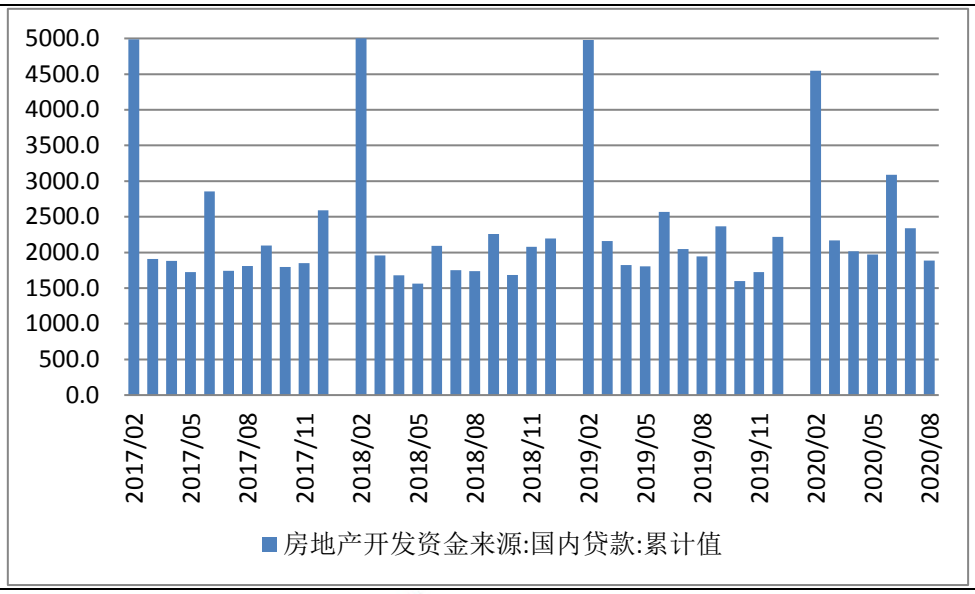
虽然地产调控使得部分区域热度下降，但地产行业销售回暖趋势仍然坚挺，至 8 月累计销售额实现正增长，相应的开发资金中来自销售相关的定金及预收款累计同比实现正增长。

图 21：商品房销售持续回升（%）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

图 22：地产资金来源中的国内贷款开始回落（亿元）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

不过与此同时，房企流动性压力上升较多，而融资收缩势不可挡，体现为开发资金中国内贷款自 4 月以来首次出现同比下降，针对房企的“三条红线、四种颜色”设定不同融资限额的政策也在推进，负债率高、流动性比较紧张的房企我们认为再融资难度恐将上升，其中尤其是流动性紧张的房企将面临较大到期压力，信用风险和利差面临上升压力；而单纯是负债率高、资产和融资条件都比较好的房企可以通过销售、并表等方式调节报表，实质风险并不高，如利差走扩将出现一定配置价值。

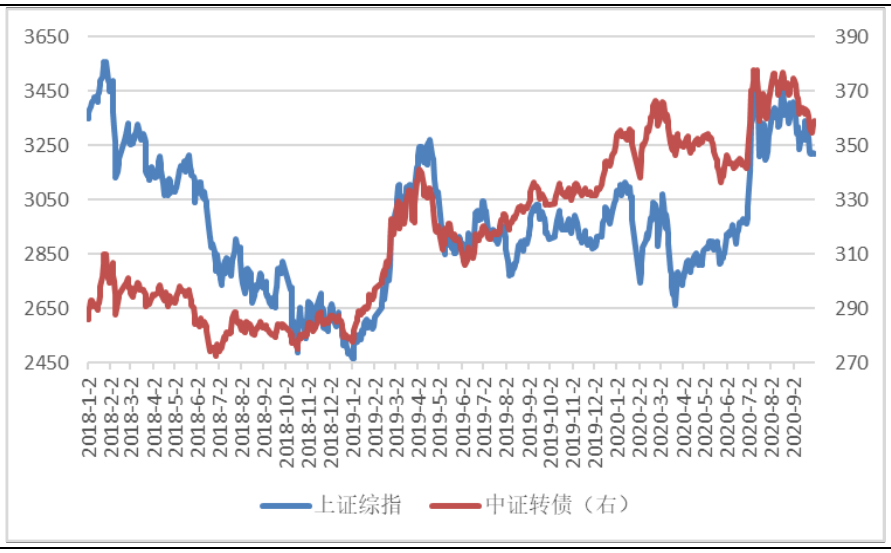
我们建议四季度信用债投资仍以高票息中短久期为主。城投债今年是市场追捧的品种，中短期仍是安全品种，各地防控债务风险的能力差异较大，建议可在“好地区”适度保持下沉挖掘收益。地产债在货币超发背景下整体仍受益，融资政策存在不确定性，分档控制债务增速的思路下，房企间分化会再度拉大，建议仍选择排名靠前，土储结构优质的地产企业。产业债选择则重点关注受益于经济回暖的周期性行业，如汽车、地产、水泥等、以及受益于成本下行的部分化工企业。

4.3 可转债：三季度转债市场随权益市场乘势而上，高位震荡，四季度关注偏周期行业

1）三季度可转债市场回顾：随权益市场乘势而上，高位震荡

三季度以来转债走强，之后高位震荡调整。7 月初权益市场涨幅较大，转债乘势而上，之后震荡总体跟随正股走势。从大类资产表现来看，转债三季度以来明显好于纯债，但弱于权益（优于回调较多的创业板指）。就行业热点轮动来说，7 月市场快速上涨，热点分散，7 月下旬之后有所分化，9 月市场调整，前期抱团明显的必需消费和医药等回调幅度较大。全季度来看，上证指数、深证成指、中小板指、创业板指分别上涨 7.82%、7.63%、8.19%、5.60%；可转债指数方面，上证转债本季度上涨 4.19%收于 320.03，中证转债本季度上涨 4.59%收于 359.21，深证转债本季度上涨 6.15%收于 258.01。

图 23：转债市场随权益市场走强



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

从申万行业指数的角度来看，本季度大部分行业呈现上涨行情，其中，涨幅前五的行业为休闲服务、国防军工、电气设备、汽车、食品饮料，涨幅分别达到 32.97%、30.11%、26.01%、21,23%、19.34%，仅通信、商业贸易、计算机行业呈现下跌行情，跌幅分别为 8.10%、3.42%、3.23%。

表 3：各行业正股涨跌幅（%）

行业	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备
三季度涨幅	7.76%	15.66%	4.01%	7.56%	14.60%	6.33%	26.01%
行业	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易
三季度涨幅	13.17%	30.11%	21.23%	9.51%	2.08%	10.62%	-3.42%
行业	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产
三季度涨幅	0.96%	19.34%	32.97%	2.93%	5.83%	7.40%	4.23%
行业	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
三季度涨幅	2.66%	-3.23%	1.74%	-8.10%	1.68%	14.52%	2.17%

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

三季度转债赎回潮再现，且伴随不赎回频发。对于不赎回的转债，从未转股余额以及存续时间来看，没有一个特别明确的规律。此外，部分转债公告区间内不赎回，一定程度稳定预期，但赎回条款的博弈难度可能加大，未来不赎回或成为常态。此外，三季度转债下修和回售较少。7 月权益市场上涨一定程度带动平价上升，低平价券减少，下修和触发有条件回售的转债较少，未来一年内多只转债将进入回售期，部分转债有回售压力，可关注回售-下修博弈，但依然需要注意可能存在的信用风险。

三季度转债整体估值温和上行随后总体区间波动。从转债估值来看，虽然 7 月权益市场上涨较快，赎回增多加剧存量转债稀缺性，但货币回归中性、后期股市回调以及供给加速等方面对估值有一定压制，整体没有大幅上行。9 月第二周后情绪有所降温，估值小幅压缩。截至 2020 年 9 月 30 日收市，转债市场的转股溢价率中位数为 17.21%，均值为 21.15%，转债价格均值为 127.83，总体来看依然是股性偏强，债性偏弱，估值较二季度温和上行。

图 24：转债市场高位震荡



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）可转债近期市场展望

权益市场有望进入慢牛，预计从今年二季度开始的一年时间将出现新一轮企业盈利的回升周期，将成为股票牛市的重要支撑。此外，大类资产配置将从债券牛市转向股票牛市。总体来看，随着经济复苏的展开，信用扩张仍将继续，流动性的数量依旧宽松，企业盈利趋于改善，此外微观流动性也依旧充裕，未来则有望进入业绩驱动的慢牛行情。而海外方面，短期可能产生一定扰动，但不改中长期趋势。

关注偏周期行业。随着地产周期的启动，以金融、地产、工业、材料、可选消费等为代表的偏周期性行业将从中受益，其盈利的改善将是大概率事件。此外在利率上行的阶段，靠提升估值驱动的水牛行情已经结束，部分高估值的成长股或将承压，科技/成长板块内部或存在一定分化。预计机会在于盈利修复的弹性，三大方向：一是顺周期低估值板块的价格修复，PPI 的回升有望带来顺周期板块盈利的进一步回暖；二是可选消费，随着经济复苏可选消费的修复弹性较大，节奏上预计先内后外；三是成长方向，成长股具有最大的盈利弹性，但难点在于甄别与估值相匹配的真成长标的，从稳健的角度优选制造业龙头，从空间的角度则是科技医药成长，随着近期调整科技医药部分标的可以逐步配置。

从价格-溢价率匹配的角度来看，目前全市场平均价格对应的转股溢价率均值较一季度更合理，对于四季度转债估值仍有支撑。目前更多还是跟随权益市场节奏选择板块与个券。7-8 月转债整体价格处于历史高位，9 月第二周调整后高价券占比有明显下降，可操作性增加，此外近期估值有所压缩，对于四季度来说转债性价比较 7-8 月有所提升。市场总体斜率放缓，部分核心标的赎回退出，但权益市场有望进入慢牛，仍存在偏结构性的机会，短期市场波动加大，回调或带来一定配置机会。策略上一方面可关注优质新券供给，另一方面挖掘估值合理有业绩催化逻辑的中价个券的补涨机会，对于转股溢价率较低，价格较高的核心标的，需关注正股走势同时控制回撤。

4.4 权益：四季度或继续上涨，中长期布局机会有望再现

1）2020 年三季度权益市场回顾

表 4：权益市场核心指数表现（2019 年 1 月-2020 年 9 月 25 日）

主要指数 / 季度涨跌	上证综指	深证成指	创业板	沪深 300	中证 500
2019 年一季度	23.93%	36.84%	35.43%	28.62%	33.10%
2019 年二季度	-3.62%	-7.35%	-10.75%	-1.21%	-10.76%
2019 年三季度	-2.47%	2.92%	7.68%	-0.29%	-0.19%
2019 年四季度	4.99%	10.42%	10.48%	7.39%	6.61%
2020 年一季度	-9.83%	-4.49%	4.10%	-10.02%	-4.29%
2020 年二季度	8.52%	20.38%	30.25%	12.96%	16.32%
2020 年三季度	7.87%	6.85%	4.19%	9.75%	6.35%

资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

回顾三季度：得益于政府的有效管控，国内新冠疫情得到良好有效控制，宏观经济持续修复，经济增速保持连续回升态势；流动性方面，国内货币政策在二季度大幅宽松之后趋于节制，流动性环境前期极度宽松，中后期边际上开始收敛；资本市场改革继续快速推进，创业板注册制成功落地实施，存量市场交易制度改革迈入新阶段，对市场交易行为和投资者情绪产生了持续并深远的影响；海外方面，新冠疫情持续不断，推动以美联储为首的全球央行延续极度宽松的货币政策，全球流动性充裕，美元大幅走低，全球资本市场、贵金属及原油等商品持续反弹；因美国大选的需要，中美博弈在三季度仍然激烈，封锁华为、停止华为芯片供应等加剧了双方的短期对抗情绪。

三季度前期，受益于宽松的流动性环境和金融等权重板块的低估值，A 股快速大幅涨升，上证综指站上 3400 点；进入三季度中后期，受流动性收敛、IPO 融资压力加大和海外中美博弈因素等影响，市场进入震荡格局，其中 9 月份连续回调。截至 9 月 25 日，上证综指报收于 3219 点，上涨 7.87%；同期深圳成指和创业板指分别上涨 6.85%和 4.19%，沪深 300 指数上涨 9.75%，表现最佳。板块方面，二季度涨幅较大且估值水平位于高位的芯片、电子、计算机软件、生物医药等板块在三季度冲高后大幅回落，而可选消费的汽车、家电、轻工，以及低估值的金融、建材、机械等行业整体上行，表现较好。

图 25：三季度上证综指大幅冲高 随后高位展开箱体震荡



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）四季度权益市场展望：四季度市场有望继续上扬，中长期布局机会将再现

展望第四季度，我们认为，国内宏观经济复苏趋势有望延续；货币政策将保持定力，但整体流动性环境难持续收紧，而大概率维持平稳宽松格局；国内金融开放将持续推进，推动海外流动性进入国内市场；中美博弈在美国大选前仍有短期不确定性，但大选后有望逐步明朗；海外新冠疫情面临二次爆发风险，但随着疫苗进展和病死率的下降，疫情对全球经济及资本市场的影响有望减弱。如此，市场运行或将在横盘整理结束后继续保持上涨态势，中长期布局机会有望再现。

国内宏观经济复苏趋势有望延续。自 5 月份以来，政府有效遏制了新冠疫情在国内的传播，复工复产快速恢复，推动二季度 GDP 同比增长 3.2%，扭转了一季度同比下滑的局面，并成为全球首个恢复增长的主要经济体。三季度，虽然面临海外疫情导致的外需困难，国内经济仍保持较强韧性复苏。8 月官方制造业 PMI 51，同期财新 PMI 53.1，连续两个月位于 50 荣枯线上方，并呈企稳趋势。企业利润也呈快速恢复势头，1-8 月全国规模以上工业企业利润总额累计同比-4.4%（显著好于前值-8.1%），其中 8 月全国规上工业企业利润总额当月同比增长 19.1%。5 月以来，中央提出国内国际双循环经济战略，充分发挥我国超大规模市场优势，在开放环境下构建完整的内需体系。随着战略的推进，四季度财政政策持续发力，国内宏观经济仍将延续复苏态势。

整体流动性环境有望平稳宽松。三季度以来货币政策出现边际收敛，央行在全球“放水”的大背景下保持了定力，不搞“大水灌溉”。主要原因在于：疫情得到有效控制后，我国经济内生增长动能开始修复，政策也从疫情期间的非常态化刺激转为常态化回归。但在全球宽松的背景下，央行并不会持续收紧流程性，而会将坚持稳健中性的货币政策，尽可能保证市场资金供应的平衡，以满足实体经济的需要。四季度，央行大概率将进行更加精准的逆周期调节力度，流动性环境保持整体宽松。央行逆周期调节将更加适度、科学化，此举有利于市场“慢牛”形成。

A 股开放持续推进，推动市场高质量发展。今年以来，国内资本市场对外开放步伐明显加快，证券基金期货机构外资持股比例限制提前全面放开、6 家外资控股证券公司顺利落地、QFII/RQFII 全面取消额度限制等利好政策纷纷落地。新规落地后，外资配置 A 股的灵活性和积极性都明显增强。截至 9 月 25 日，陆股通北向资金净流入 A 股达 978 亿元，未来有望继续加大流入。

中美关系方面，美国大选前存在不确性，大选后有望阶段性缓和。11 月 3 日为美国大选最终投票日，在此之前的 10 月份中美博弈或引发市场波动因素。海外新冠疫情方面，9 月份以来欧洲、印度等出现二次反弹，但幸运的是死亡率维持在低位，对当地经济的影响较首次爆发时明显减弱。在新冠疫苗进展顺利的情况下，疫苗在四季度后期有望成功获批，将进一步减轻疫情对市场的影响。

综合判断，9 月份以来的调整不改市场中长期方向，四季度市场有望在盘整结束，消化前期涨势之后将继续上升，中长期布局机会将再现。投资策略上，不应被市场的短期弱势过度干扰，注意从中期角度做好分批布局。建议重点关注如下两条主线。

一是随着国内经济持续复苏，传统价值型龙头公司业绩持续向好，中期机会明朗。板块方面，看好航空、机场、电影、酒店、旅游、餐饮、交通、汽车等前期受疫情冲击大、与必选消费分化严重的可选消费板块，以及随着 PPI 继续修复而景气度上升的低估值顺周期行业，如钢铁、煤炭、有色、建材、机械、交运和化工等

二是继续看好成长科技板块。虽然近期无风险利率有所上涨，不利于分红和自由现金流处在远端的成长科技企业的估值，然而在稳内需、保就业的大环境下，货币结构性宽松的基调或将保持不变，无风险利率的上涨不会显著削弱成长股的估值基础。叠加较为宽松的兼并重组政策和成长股商业减值风险已充分释放这两个因素，我们认为不应该因为无风险利率上涨这一单一原因而看跌成长科技板块。

三是更值得关注与成长科技有重叠的新兴产业板块。站在战略新兴产业是我国经济潜在最大增长点，也是最大的长期投资机会所在的角度上。消费电子、5G 和云计算、金融科技及新能源汽车等领域中的硬核公司（有核心技术、竞争力行业内领先和业务前景广阔得公司），若在市场弱势中出现短期大幅调整，将是立足中期角度进行分批布局的良好时机。

风险提示：三季报业绩步入预期、原始股解禁与减持、巨额融资、海外二次疫情失控、美国大选的不确定性等。

4.5 原油：油价窄幅震荡，近期振幅加大且有下跌迹象，但预计未来仍将缓慢上涨

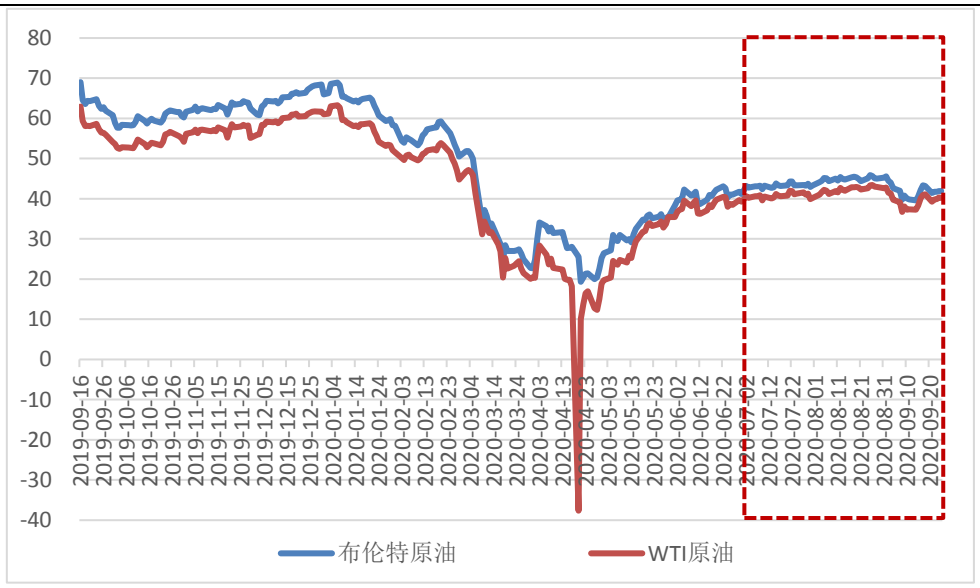
1）2020 年第三季度原油市场走势回顾

受新冠疫情、石油价格战、OPEC+创纪录减产等因素影响，油价在经历了一季度暴跌、二季度一度崩跌至负值并快速反弹后，三季度维持一个十分平稳的走势，布伦特原油价格基本处于 39-46 美元/桶的价格区间内窄幅震荡。

7-8 月期间，油价整体呈缓慢上涨趋势。一方面，欧美等主要经济体国家的经济在疫情解封后继续复苏，制造业表现整体要好于服务业，这提振了市场对原油的需求和消费，同时作为关键指标之一的原油和燃油库存从历史高点不断下降。另一方面，尽管减产幅度减小，但 OPEC+主要产油国对 4 月达成的减产协议的执行持较严格态度，要求之前没有完成减产的国家在未来进行补减，这也提振了油价。

但进入 9 月后，油价明显震幅加大，且有下跌迹象。布伦特油价从 8 月底的约 45 美元/桶下跌至 9 月 25 日约 42 美元/桶，跌幅超 7%。导致油价下跌的主要原因也包括两方面：一是需求面，欧洲疫情近期出现加速恶化趋势，投资者担心疫情在天气转冷后再次蔓延，从而再次打击原油需求，原油期货遭受恐慌性抛售；二是供给面，原油供给可能将增加，近日利比亚两个最大油港陆续开放，多数油田正在重启，市场预计下月产量将恢复至 30 万桶/日。

图 26：三季度油价基本保持在每桶 40-46 美元之间窄幅震荡（美元/桶）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）近期原油市场展望

目前影响油价的主要因素是欧洲疫情导致的经济复苏放缓和 OPEC+能否严格执行现有减产协议。尽管欧洲疫情出现反复，近期有加速恶化迹象，但是随着今年底或明年初新冠疫苗的上市，预计欧洲疫情会在一定时间内反弹，却不会改变大的格局或趋势，而且美国国会两党都有意愿达成新的经济救助计划，经济复苏趋势将延续。而 OPEC+各个主要产油国对减产协议执行度一直保持在较高水平，如果油价继续下跌，OPEC+产油国或将重新考虑加大减产力度来提振油价，因此每桶 40 美元的油价将获得强力支撑。因此，我们预计年内油价大幅上涨或下跌的可能性均不大，仍将在之前的波动区间窄幅波动，但明年随着大部分国家经济增速保持正增长，同时疫情得以基本遏制，油价或将进一步上升至 50 美元以上。

4.6 黄金：金价在 8 月初创下历史新高后，持续震荡下跌，未来走势分歧加大

1）2020 年三季度黄金市场走势回顾

今年年初暴发的新冠肺炎疫情，二季度和三季度快速向全球范围扩散，导致市场投资者的避险情绪加剧，对黄金、白银等避险资产的需求陡升。前期各国为应对疫情冲击，纷纷出台宽松货币政策，通胀预期加大。同时，美元在前期因市场恐慌大幅升值后，也开启持续贬值。在以上因素的刺激下，6-7 月，黄金经历一波大牛市，金价快速上涨，伦敦金现货价从不到 1800 美元/盎司一直处于上升通道，突破前历史最高值 1920.3 美元/盎司后继续上涨，最终涨至 1950 美元/盎司以上。在此期间，对未来的金价，各类机构也曾纷纷上调对金价的预期，例如，高盛将 2021 年黄金目标价上调 15%至 2300 美元/盎司；美国银行预计，随着未来美国低利率和通胀回升，未来一年半内金价会升至 3000 美元/盎司。

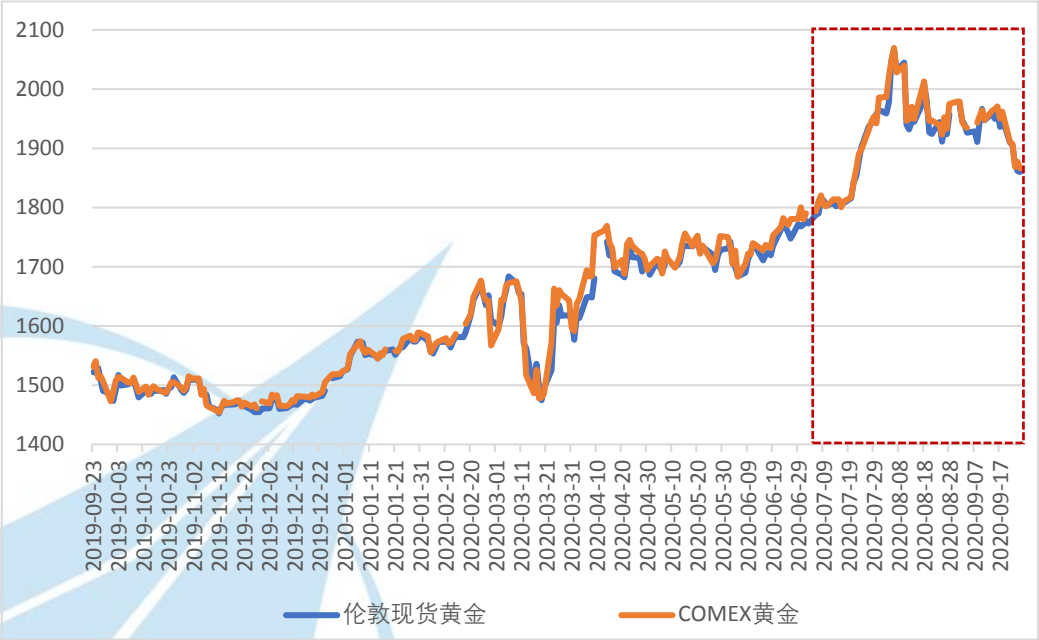
但事实是，金价在 8 月 6 日就创下历史新高 2067.15 美元/盎司后，掉头快速向下，同时震荡幅度明显加大，经过近两个月的回调，截至 9 月 25 日收市，金价已跌至约 1860 美元/盎司，从历史高点下降超过 200 美元，跌幅超 10%。我们认为，对于近期金价的持续下跌，主要原因有以下几点：

首先，从历史走势看，6-7 月间的金价涨幅明显过快，即前期价格窜高过快，必然导致一些市场投机者出于获利了结的投机心态，导致黄金资产遭受快速抛售，金价自然会出现回调，当前基本已回落至 7 月 22 日左右的价格水平。

其次，跟随疫情的不断演化，美元在美国疫情最严重期间持续贬值，但之后随着美国疫情逐渐好转，同时欧洲地区开始爆发二次疫情，先是法国、西班牙出现疫情二次反弹，之后英国、德国等越来越多的欧洲国家疫情也开始恶化，美元转而升值。

最后，此前支撑金价上涨的地理政治因素，近期也有所弱化。中美在进出口贸易、争夺 5G 话语权、新冠疫情源头、香港自治、台海等多个方面发生争执和矛盾，主因在于美国总统特朗普出于选举的需要，刻意制造和提升中美紧张关系，但随着美国大选的临近，尤其是发现打中国牌已经不能再提升选举支持度后，美国对中国的批评和制裁开始减少。

图 27：三季度金价创历史新高后震荡回落（美元/盎司）



资料来源：Wind、中航证券研究所，中航证券资管业务部

2）近期黄金市场展望

短期内，美元仍处于强势升值中，金价或将仍有一定下探空间。美联储和芝加哥联储主席先后发言，美国在未来两三年内将保持较宽松政策，实际通胀将允许达到 2%之上，此番言论提振了美元表现。数据显示，美元指数在最近一周内一路上涨，由 92.96 快速升至 94.59。此外，欧洲疫情恶化打压经济复苏预期，而美国经济有望快于欧洲复苏步伐，将继续推升美元价值，也利空黄金。黄金 ETF 持仓量已经从前期高点下降 11 吨，减持数量为 3 月 20 日以来最大，表明市场对黄金的需求不足。

当前金价在下跌过程中震幅明显变大，也表明市场对未来金价继续上涨还是已经步入下行通道的趋势判断出现了很大分歧。此次单边牛市起始于 2018 年 10 月，到现在时间跨度已经接近两年，和上一次 2009-2011 年牛市接近，相较上次牛市之后 2011 年 9 月至 2013 年 2 月的宽幅震荡模式，预计未来一段时间金价的表现为震荡中枢倾向于逐渐向下，未来若美联储开始发出收紧货币政策信号，黄金或将转入周期下行。尽管目前全球疫情仍在一些国家快速蔓延，但是疫苗研发的乐观进展进一步打消了疫情的不利影响，市场对疫情变化的反应更加钝化，全球经济从疫情影响中持续复苏的整体趋势不会改变，这对金价也利空。当然，未来并不排除全球疫情加速恶化并发展到不受控的极端情况，金价都可能将扭转当前跌势，重新步入上升通道。

五、 总结

总体来看，我们认为四季度以“经济持续回升但回升速度放缓”为主要配置思路，建议从逐步恢复的增长中寻找收益。

全球股票市场维持震荡，国内无风险利率整体在高位波动，股债性价比边际变化的情况下，建议均衡配置股债；股票市场的内部风格表现也更均衡，在四季度末期或者明年年初可以布局传统价值型龙头公司。周期和金融的超额收益具有阶段性特点，消费和科技更具中长期持续性。估值泡沫经过时间消化后，四季度消费和科技适合逢低买入。黄金资产的配置受前期涨幅及美元反弹的双重压制，未来走势分歧加大，谨慎配置。

风险提示：货币政策超预期收紧

近期大类资产配置建议

大类资产	分项	配置	策略
权益	红利价值（高股息）	超配	中央政治局会强调，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。资金利率中长期将延续下行趋势，红利型股票吸引力有望持续上升。同时，国内宏观经济延续修复态势，价值型公司的盈利有望逐步恢复。看好价值型股票的中长期投资价值，维持超配。重点关注能源、家电、汽车、建筑建材等行业中优质龙头。港股股息率在全球领先，并显著高于 A 股股息率，重点关注高股息率的金融地产和公用事业等板块。
	中小成长（高成长）	标配	国内经济持续恢复，竞争优势明显的成长类企业延续高增长轨道。三季报业绩有望成为优质公司的股价催化剂。但中长期而言，短期估值水平过高带来阶段性估值压力风险，短期存在一定估值透支成长；IPO 和再融资延续高速发行，也使得股票供给面存在压力。维持标配，建议重点关注估值合理、在疫情后成长快速恢复的公司。
	金融	标配	宏观政策持续强调“房住不炒”，并不断加强对房地产市场的调控力度，国内主要城市房价下行风险有所加大，随之市场对银行资产质量的担忧近期有所增加。金融板块估值仍处于历史低位水平，尤其是银行、保险及地产类龙头公司，中期将受益于宏观经济的持续修复，我们认为其业绩仍有保障，股息率高下长期配置价值依旧明显；国内金融开放持续推进，资本市场改革不断深入，直接融资比重将持续提升，券商长期受益，龙头券商迎来发展新契机。考虑到资产质量方面的担忧，短期调整为标配。重点关注板块中的优质龙头。
	科技	标配	科技产业发展是建立我国经济全球竞争力的最重要依靠，长期得到各项政策和资本市场的战略支持；科技领域硬核科技公司，拥有良好的长期赛道，是真正的优质成长股，有望延续长期高成长。考虑到，当前优质科技股估值水平仍偏高，目前正处于回归途中，暂维持标配。建议在估值水平回落后增加配置，重点关注真正具备核心技术实力的硬核科技公司。
	消费	标配	中央政治局会议提出“国内国外双循环”，内需消费和服务成为国内经济增长的最核心驱动力。大消费领域是国内最具持续性增长潜力的领域。随着国内居民收入提升，达到或接近中等发达国家水平，购买力释放，大消费领域前景广阔；国内消费品牌企业在长期竞争中脱颖而出，质地优良，长期投资价值明显。考虑到，部分消费股前期受到市场过度追捧，交易过度拥挤，估值水平一定程度上透支了未来成长空间；虽然近期相关公司估值已有所回落，但仍处较高水平，故暂维持标配。建议重点关注估值合理的优质品牌消费公司。
固收	现金类资产	低配	CPI 回升及 PPI 企稳，债券收益率回升，金融市场大幅波动的概率降低，使得现金类资产短期缺乏吸引力。

	长端利率债	标配	明年经济内生增长动力不足、货币条件转弱，可能是债市转机的触发因素。当前长端利率债很难出现趋势性机会，依旧延续震荡态势，目前收益率曲线在 1-10 年这段比较平坦，可以在中短端配置，关注 3 年期及 5 年期品种。
	短端信用债	超配	城投短期仍安全，对于地产，关注政策边际调整之后，地产销售企稳带来的估值修复机会，以及部分土储布局合理、融资端边际变化的高收益龙头企业。
	长端信用债	低配	长端信用债收益率安全边际不足，而长期信用风险在当前市场宽松的环境下难以预知。
	可转债	标配	A 股当前市场情绪有所回落，转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利转债市场仍处于结构性行情中，主要仍关注 alpha 带来的盈利，建议关注以下主线：（1）消费龙头，特别是食品饮料等必需消费；（2）科技板块，特别是与在线经济、无接触经济相关的领域；（3）医药生物；（4）享受资本市场改革红利的券商。此外，建议持续关注即将发行和上市的优质新券，尤其是与前述主线相关的转债。
商品	黑色产业链	标配	国内疫情基本得到控制，房地产、基建项目的复工加快推进，工业品累库速度已呈放缓趋势;同时全球宽松货币政策仍大概率延续，而国内扩张基建与房地产放松等逆周期政策加码的预期很强烈，也对市场形成一定程度支撑。
	原油	低配	美国各州经济正在重启，欧洲也开始推动复工复查，经济活动缓慢恢复，美股强势上涨，VIX 波动率下降，市场对经济恢复有良好预期，需求正在缓慢恢复当中。5 月份 OPEC+基本都履行了减产义务。在供需双重作用下市场基本面有望在二季度末发生扭转。全球原油需求的复苏进度成为供需强弱的关键边际变量。油价上行不会一帆风顺，目前潜在的风险点有美国传统的夏季出行旺季并没有出现原油需求大幅上升的迹象。美国的全国性抗议活动可能扰乱美国经济复苏，影响原油需求前景，施压油价。
	黄金	低配	近期因美联储近期鸽派不及预期叠加通胀修复，美元近期将继续修复预计黄金短期内将继续调整，控制风险观望为主。从长期来看，预计未来一段时间金价的表现为震荡中枢倾向于逐渐向下，未来若美联储开始发出收紧货币政策信号，黄金或将转入周期下行。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间

卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
符旸，SAC 执业证书号：S0640514070001，首席宏观分析师，经济学硕士。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，首席策略分析师，工商管理学硕士。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。