

全球资产展望-2020 年 10 月

利用大选 调整配置 立足选后

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于复工复产带来的制造业修复前景，认为经济场景仍处于见底阶段，并维持对风险资产的中性战略配置观点不变。战术上，我们利用回调适当回补美股、美国高收益债、黄金、中国国债，调升铜的配置至高配，并调低欧股的配置比例。上月实际经济持续修复，风险资产回调后继续上涨，与我们的配置观点基本相符。
- 本月战略配置维持整体中性不变。全球制造业持续修复，但美国非临时失业仍在上升，我们认为当前宏观场景仍处于见底阶段，真正进入复苏阶段尚需更多经济指标确认。
- 本月战术配置仍维持对风险资产中性的配置比例，经济修复的市场主题将延续，风险资产仍有空间。利用大选期间波动性，增配价值股、欧股及美国高收益债，并考虑择机增配原油、美股。结构上继续偏重新兴市场股票，尤其是受到经济复苏和美国大选共同支撑的中国股票，同时调整仓位略偏至博弈“Dem Sweep”——提升相关周期股并调低大型科技股的仓位。

□ 股票基金经理：四季度市场将持续反弹

- 中国市场相比于海外市场更具吸引力，在经济复苏环境下，预计估值仍有提升空间，整体市场风格会趋于均衡。
- 海外市场经济复苏仍未见趋势，地缘相关的不确定消息或会引发市场更大的波动，市场短期更多的是影响投资者情绪，我们会保持谨慎。
- 新兴市场数据大多向好，但受到海外影响，仍存在波动压力。

资产类别	配置观点	
	1~6月 (上月)	1~2年 (上月)
风险资产	中配 (中)	中配 (中)
美股	中配 (中)	中配 (中)
日股	中配 (中)	中配 (中)
欧股	中配 (中)	中配 (中)
沪深300	高配 (高)	中配 (中)
创业板	中配 (中)	中配 (中)
港股	高配 (高)	中配 (中)
新兴市场股票	高配 (高)	中配 (中)
美国投资级	中配 (中)	中配 (中)
美国高收益	高配 (高)	中配 (中)
亚洲美元投资级	中配 (中)	中配 (中)
亚洲美元高收益	中配 (中)	中配 (中)
原油	中配 (中)	中配 (中)
铜	高配 (高)	中配 (中)
欧元	高配 (高)	中配 (中)
人民币	高配 (高)	中配 (中)
防御资产	中配 (中)	中配 (中)
美国国债	低配 (低)	中配 (中)
中国国债	低配 (低)	中配 (中)
黄金	中配 (中)	高配 (高)
美元	低配 (低)	低配 (低)
日元	中配 (中)	中配 (中)
高配 ↑	中配 中	低配 ↓

注：高、中、低配是指配置中风险资产与防御资产的配置比例相对风险平价中各类资产配比的高低，并非对未来一个月资产方向的判断

□ 债券基金经理：防御为主，静待市场调整

- 四季度扰动市场的主要因素包括美国大选的不确定性以及新冠肺炎疫情的潜在反弹。综合来看，我们对亚洲美元债保持中性，预计市场将呈现区间震荡的态势。
- 策略上提高防御性，以中性的姿态等待不确定性因素逐步确认，并捕捉市场调整时可能出现的投资机会。
- 我们预计利率将维持低位，但近期市场的不确定性将加大短期波动。短期内利率将有所升高，但在当前美联储的政策下，预计上涨空间有限。

目录

一、经济仍处于见底阶段，战略配置继续保持攻守平衡	3
1.1 大选不改美国的宏观场景，股票等风险资产仍受到支撑，配置方向应立足于选举之后	3
1.1.1 美国就业市场略差于预期，非临时失业仍在上升	3
1.1.2 全球 PMI 继续反弹，美德制造业反弹尤为显著，仍在兑现经济修复的预期	4
1.2 中国处于“经济复苏+宽信用+略紧货币”的宏观场景	5
1.2.1 中国制造业继续修复	6
1.2.2 中国仍处于“宽信用+略紧货币”的货币信用场景，融资需求强劲与经济复苏相互验证	7
二、博弈美国大选——“民主党横扫”场景下的投资机会	8
2.1 出现“Dem Sweep”的概率不小	8
2.1.1 总统大选：特朗普竞选团队并未能有效操作“白宫染疫”	9
2.1.2 总统大选：相较于 4 年前的总统选举，拜登对特朗普的领先优势更大，且在大部分摇摆州领先	10
2.1.3 参议院选举：民主党有一定优势	11
2.2 “Dem Sweep”场景下的政策组合及对大类资产的潜在影响	12
2.2.1 “Dem Sweep”政策组合的核心：降低关税、提升赤字、加大基建力度和医保投入，加强再分配推动美元贬值和通胀不确定性	13
2.2.2 “Dem Sweep”带来大类资产的结构调整机会	13
2.3 “Dem Sweep”交易的潜在风险：仍有较大盈利空间，但交易逻辑易被证伪，宜偏博弈而非配置	14
三、基金经理观点	15
3.1 股票基金经理观点：四季度市场将持续反弹	15
3.2 固收基金经理观点：防御为主，静待市场调整	17

一、经济仍处于见底阶段，战略配置继续保持攻守平衡

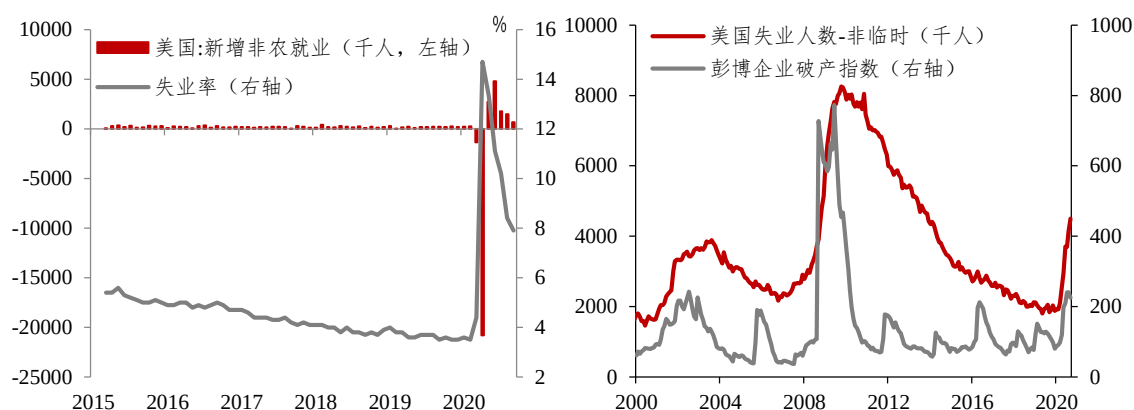
1.1 大选不改美国的宏观场景，股票等风险资产仍受到支撑，配置方向应立足于选举之后

当前距美国大选投票日已不足一个月，选举对金融市场的影响也愈发显著，但我们认为大选只是扰动项，需要关注的应该是选后所催生出的政策组合以及当前宏观经济所处的周期位置，而大选不会改变美国所处的宏观场景，配置方向应立足于选举之后。即使拜登当选总统且民主党控制参众两院，个税和企业税也不会在短期提升，反而有利于推出大规模财政刺激，全球贸易争端也可能缓解。因此，经济修复的市场主题将得到延续，风险资产仍有空间，我们可以利用大选期间波动性，增配价值股、欧股及美国高收益债，并考虑择机增配原油、美股。

我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济仍处于见底阶段。根据我们的定义，脱离衰退而进入见底阶段并非表明经济已经开始正增长，而是仍处于收缩的位置，但在该阶段一些先行指标会提示经济正在慢慢回暖，市场最危急的时刻已经过去。从大类资产的历史收益来看，风险资产会在当前阶段将得到一定的支撑，可以将风险资产和防御资产的动态战略配置调整为更加平衡的比例。

1.1.1 美国就业市场略差于预期，非临时失业仍在上升

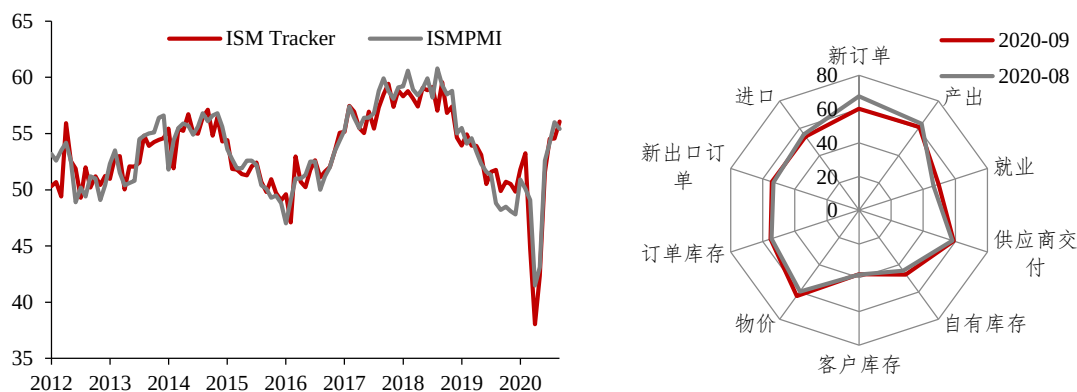
美国 9 月新增就业 66.1 万，低于预期的 85.9 万也低于前值，失业率下降至 7.9%，但非临时失业人数仍在上升。原因在于本轮衰退的驱动因素并非是自身经济动能的丧失，而是新冠疫情这个外生冲击，这导致解封后临时失业下降很快，但疫情对非临时失业的影响依然还在发酵。因此，美国的宏观场景尚未从见底过渡至复苏。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 全球 PMI 继续反弹，美德制造业反弹尤为显著，仍在兑现经济修复的预期

美国 9 月的 ISM 制造业 PMI 为 55.4，低于市场预期的 56.5，也比我们自己的 PMI tracker 显示的 56 低，但仍处于高位，持续在兑现市场对经济边际修复的预期。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

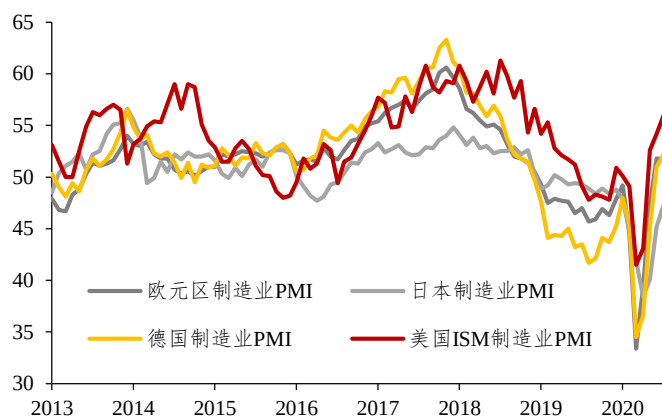
从美国经济的各项指标来看：流动性继续维持宽松；消费反弹力量仍然较强，但对经济的驱动力量已经有所减弱；通胀预期继续平稳回升，但需求对通胀预期的驱动已经趋于乏力，近期上升已经非常缓慢；此外，中小企业修复仍然缓慢，预计将继续对非临时就业形成压力。

美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势
景气度	ISM PMI	NAPMPMI Index	55.40	
	LEI_YOY	LEI YOY Index	-4.70	
	中小企业乐观指数	SBOITOTL Index	100.20	
	中小企业资本支出计划	SBOICAPS Index	26.00	
	房地产NAHB指数	USHBMDX Index	83.00	
经济活动	Chicago Fed经济活动指数_3月均值	CFNAIM3 Index	3.05	
	NY Fed WEI	FRNYWEI7 Index	-4.18	
	建筑许可_YOY	NHSPATY% Index	0.30	
就业市场	新增非农就业	NFP TCH Index	661.00	
	永久失业人数	USJLPLS Index	3756.00	
	前中失业人数_4周均值	INJJC4 Index	857.00	
	彭博破产指数	BNKRINDX Index	221.49	
	美国破产申请延期 5y/5y	FWISUS55 Index	2.16	
通胀预期/通胀	10Y BEI	USGBE10 Index	1.74	
	核心CPI	CPI XYOY Index	1.70	
	消费者信心 CB	CONSCONT Index	101.30	
消费	红皮书每周商店销售_YOY	REDSWYOY Index	2.10	
	密歇根大学消费者信心	CONSEN1 Index	80.40	

美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势
流动性	US Libor-OIS	USLIBOIS G Index	14.21	
	M1-M2_YOY	——	16.70	
利率曲线	10Y美债收益率	USGG10YR Index	0.77	
	美债10Y-2Y	USYC2Y10 Index	61.85	
	美债30Y-10Y	USYC1030 Index	79.30	
	FNMA 30Y	MTGFEFNL Index	1.40	
信用利差	US IG全行业	USOAGTO Index	126.59	
	US Corp BBB Spread	CSI BBB Index	1.42	
	US Corporate HY Spread	CSI BARC Index	4.55	
	泛欧EUR HY OAS	LP02OAS Index	4.30	
	EM USD OAS	EMUSOAS Index	3.29	
	EM USD HY OAS	BEBGOAS Index	6.36	
	EM Asia USD IG OAS	BAIGOAS Index	1.66	
	EM Asia USD HY OAS	BAHYOAS Index	7.34	
	美国投资级/高收益债	LQD/ HYG	1.59	
	美股波动率	VIX Index	25.00	
避险情绪	俄罗斯JPYEUR总回报	JPYEURTL Curney	110.32	

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

欧元区和德国的制造业 PMI 分别为 53.7 和 56.4, 均大幅高于预期, 日本制造业 PMI 为 47.7。

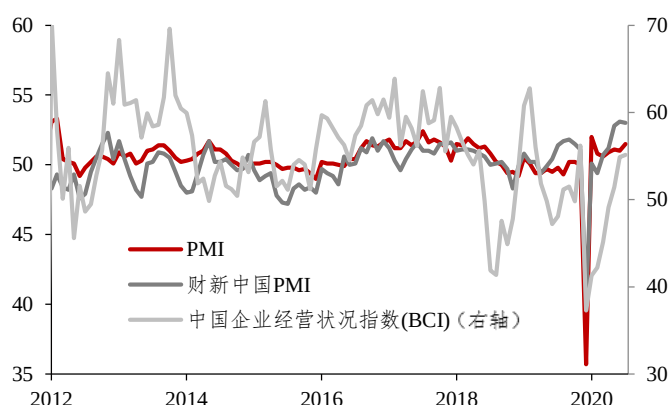


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.2 中国处于“经济复苏+宽信用+略紧货币”的宏观场景

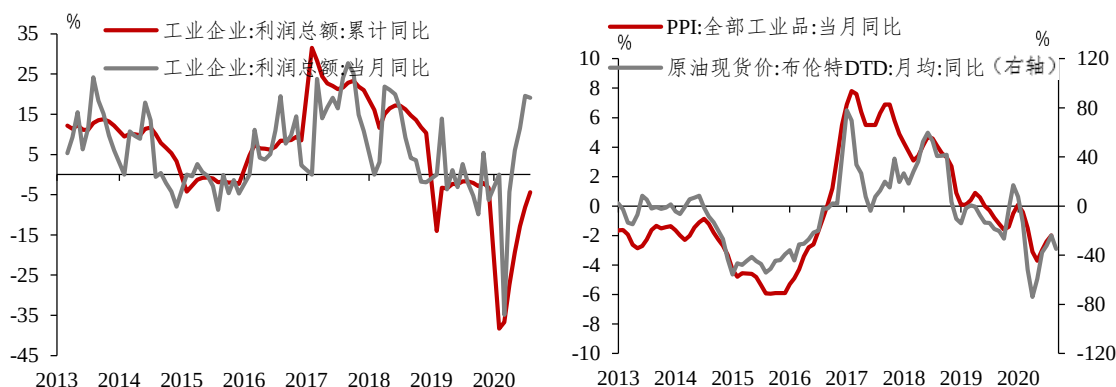
1.2.1 中国制造业继续修复

中国9月中采制造业PMI为51.5,财新PMI为53,基本符合预期,BCI也继续好转,显示经济情况继续恢复,PMI等景气调查指标回升与高频数据相互印证。从PMI分项来看,除价格端指标回升较大以外,新出口订单也已升至荣枯线以上,与欧美需求回升相互印证。



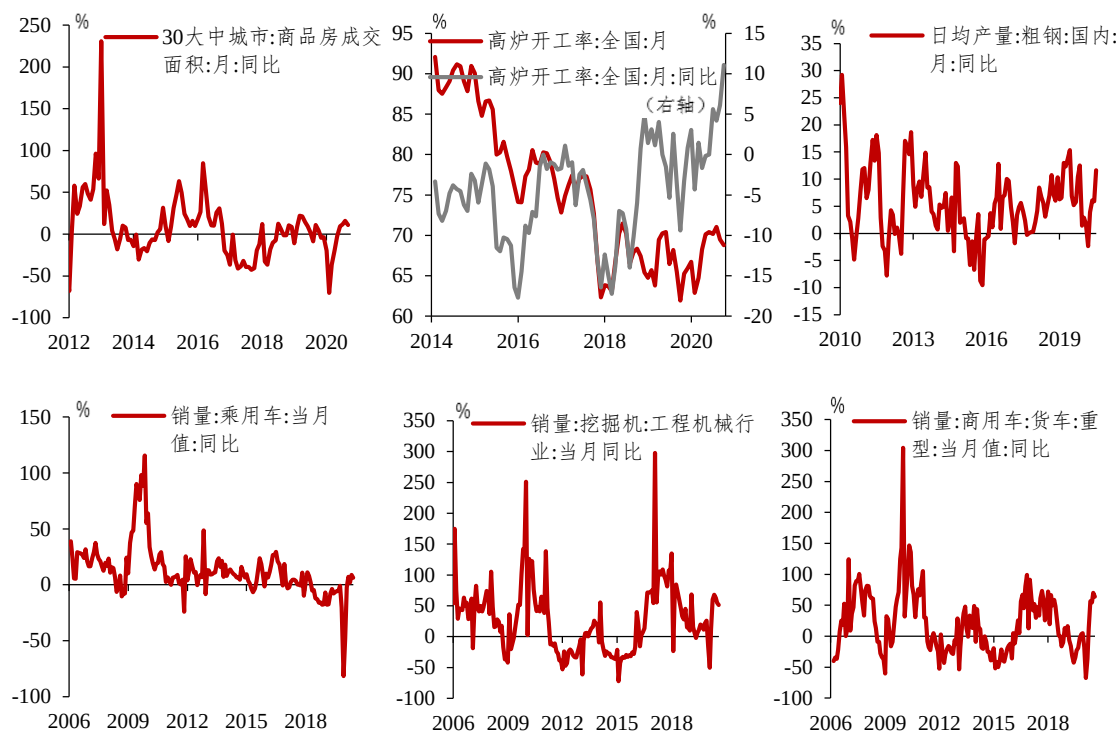
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

受原油价格支撑,8月PPI虽然仍为-2%但已触底回升。8月工业企业利润同比增速已达19.1%,主要受益于营业收入中成本和费用的下降,以及投资收益的上升。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

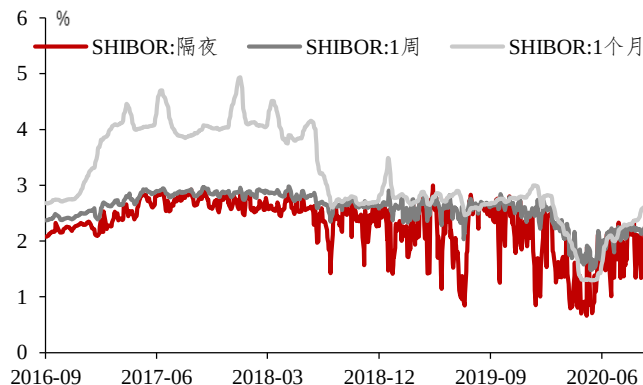
从高频数据看,商品房成交量、挖机销量有掉头迹象,但高炉开工率、粗钢产量、乘用车和重卡销量仍在持续上升。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 中国仍处于“宽信用+略紧货币”的货币信用场景，融资需求强劲与经济复苏相互验证

随着中国经济的好转，以及政治局会议对经济恢复成果的定调，央行的态度已经十分明确：货币整体偏松但边际收紧。现阶段，中国的货币信用场景仍处于“宽信用+货币边际收紧”的状态，但随着地方债发行将在 10 月以后出现明显下降，社融增速将边际放缓。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

根据我们的估算，当前人民币贷款同比增速大概率在 5 月就已经见顶，但政府债发行量依然很大，继续对社融形成支撑，地方债发行可能在 10 月以后才会出现明显下降。此外，从 9 月的金融数据来看，企业中长期贷款、居民中长期贷款、未贴现票据持续超预期，企业投资和居民按揭需求强劲，与经济内外需求反弹相互验证，显示经济复苏态势持续走强，将继续对社融形成支撑。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

二、博弈美国大选——“民主党横扫”场景下的投资机会

当前距美国大选投票日（11 月 3 日）已不足三周时间，大选正逐步成为市场关注的焦点。鉴于特朗普总统在第一场总统辩论中表现不佳，而之后的“白宫染疫事件”又对他造成了进一步的负面影响，当前其胜选概率已出现较为明显的下降，市场也开始为“Dem Sweep”（“民主党横扫”）定价。我们将在下文对“民主党横扫”发生的概率进行简要分析，并梳理其推动各大类资产变化的逻辑线。目前，市场刚开始朝“民主党横扫”方向交易，仍有较大盈利空间。不过，相较于复苏和通胀的宏观主题，该交易的影响因素更加高频，交易逻辑缺乏灰色地带也更易被证伪。

2.1 出现“Dem Sweep”的概率不小

2.1.1 总统大选：特朗普竞选团队并未能有效操作“白宫染疫”

从当前的美国大选情势看，由于特朗普以及反特朗普的基本盘都极为坚实，中间未表态的选民数量已经非常低，因此影响选举的核心是投票率，而由于邮寄投票增加，可能催出更多年轻人和上班族的票，整体对特朗普不利。辩论的表现历来对大选影响有限，只要拜登没有表现出太大的失误就不会对选票有明显影响。

对于“特朗普染疫”事件，首先可以排除掉选举推迟的可能性，因为推迟选举需经过众议院的同意，而当前民主党掌控众议院。该事件对特朗普选举的直接冲击是负面的，原因在于：1）相较于台湾（以“319枪击案”为比较对象），美国更崇尚强者；2）中间选民会对特朗普所宣称的“疫情得到控制”更加质疑；3）影响了特朗普的选举节奏。

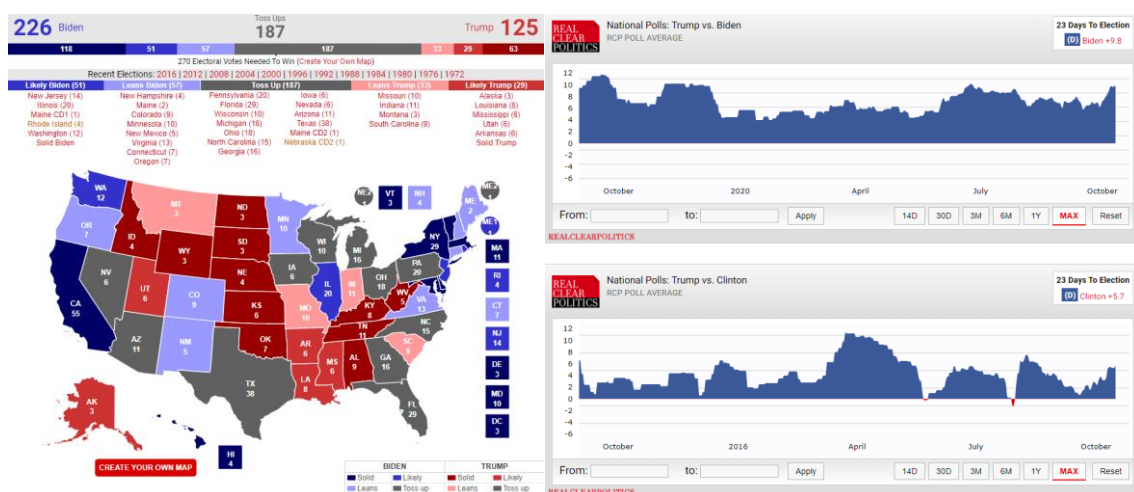
不过，该事件也让特朗普竞选团队的选举可操作性提高，即是让其当选的期望降低但方差提高。不过，从“染疫事件”的后续影响来看，特朗普竞选团队的操作并未能提升其当选概率。下图显示了市场交易出来的特朗普胜选概率，可以看到，第一场总统辩论和“白宫染疫事件”都对其胜选概率造成了较为显著的负面影响，当前特朗普的胜选概率已降至 32.1%。



资料来源: Election Betting Odds, 工银资管 (全球)

2.1.2 总统大选: 相较于 4 年前的总统选举, 拜登对特朗普的领先优势更大, 且在大部分摇摆州领先

从目前的民调来看, 相较于 4 年前的总统选举, 拜登对特朗普的领先优势更大, 且在大部分摇摆州领先。



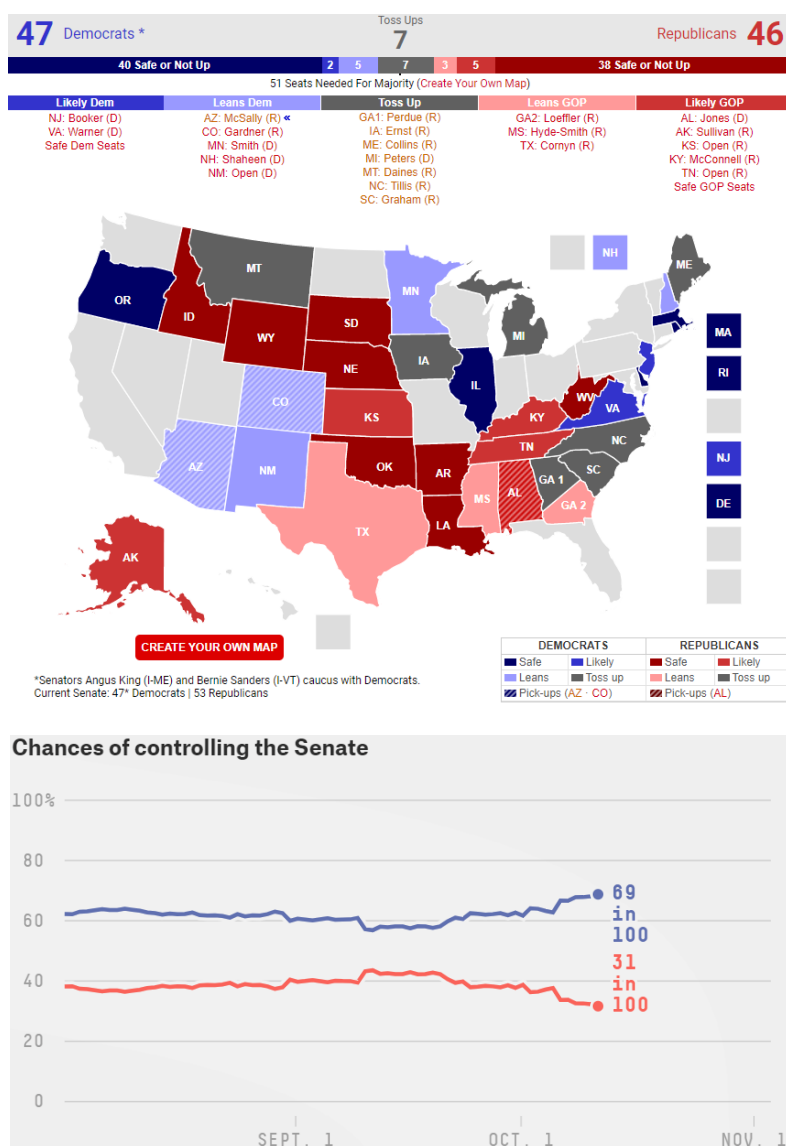
STATE	BIDEN	TRUMP	RCP AVERAGE	FOUR YEARS AGO	2016	2012	2008
Pennsylvania (20)	51.0	43.9	Biden +7.1	Clinton +7.0	Trump +0.7	Obama +5.4	Obama +10.3
Florida (29)	48.0	44.3	Biden +3.7	Clinton +3.5	Trump +1.2	Obama +0.9	Obama +2.8
Wisconsin (10)	49.5	44.0	Biden +5.5	Clinton +6.7	Trump +0.7	Obama +6.9	Obama +13.9
Michigan (16)	49.8	43.1	Biden +6.7	Clinton +10.7	Trump +0.3	Obama +9.5	Obama +16.4
Ohio (18)	46.8	46.2	Biden +0.6	Clinton +0.2	Trump +8.1	Obama +3.0	Obama +4.6
North Carolina (15)	48.3	46.9	Biden +1.4	Clinton +3.0	Trump +3.7	Romney +2.0	Obama +0.3
Georgia (16)	46.7	47.1	Trump +0.4	Trump +5.5	Trump +5.1	Romney +7.8	McCain +5.2
New Hampshire (4)	52.0	43.0	Biden +9.0	Clinton +3.6	Clinton +0.3	Obama +5.6	Obama +9.6
Iowa (6)	47.5	46.3	Biden +1.2	Trump +3.7	Trump +9.5	Obama +5.8	Obama +9.5
Nevada (6)	50.3	44.3	Biden +6.0	Clinton +2.5	Clinton +2.4	Obama +6.7	Obama +12.5
Arizona (11)	48.2	45.5	Biden +2.7	Trump +1.0	Trump +3.5	Romney +9.1	McCain +8.5
Texas (38)	44.8	49.2	Trump +4.4	Trump +6.0	Trump +9.0	Romney +15.8	McCain +11.8

资料来源：RealClearPolitics，工银资管（全球），截止 2020.10.12

此外，除了谁会赢之外，选举后的不确定性仍然存在：1）由于要统计通讯投票，开票时间将明显拉长；2）由于特朗普对通讯投票会作假的叙述已经铺陈了很久，如果投票所的计票显示特朗普当选，而通讯投票开票完成后的最终结果仍是拜登当选，特朗普有可能会拒绝交权。不过，美国的选举制度仍然有效，最终会发生“宪政危机”的可能性并不高。

2.1.3 参议院选举：民主党有一定优势

从当前的民调结果来看，民主党在参议院选举中略占优势，在“Toss Up”的参议院席位中，民主党候选人也更有领先优势。



资料来源: RealClearPolitics, FiveThirtyEight, 工银资管 (全球), 截止 2020.10.12

2.2“Dem Sweep”场景下的政策组合及对大类资产的潜在影响

除关税政策外,美国大部分政策的推行需要行政部门和国会相配合。鉴于当前民主党在众议院选举中领先优势较大,选举的不确定性主要集中于民主党能否赢得总统大选并控制参议院,即“Democratic Sweep”。否则,除关税和劳工政策外,其余政策大概率保持稳定。

POLICIES THAT MATTER TO MARKETS

Category	Proposal	Odds Under Different Scenarios		
		Dem Sweep	Biden/GOP Senate	Status Quo
Taxes	Higher corporate tax rates	High	Very Low	Very Low
	Higher minimum corporate taxes	High	Low	Very Low
	Higher taxes on foreign profits	High	Low	Very Low
	Higher dividend and cap gains taxes	High	Very Low	Very Low
	Higher taxes on select industries	High	Very Low	Very Low
	Higher personal income taxes	High	Very Low	Very Low
	Extend expensing/2017 biz cuts	Low	Medium	Medium/High
Budget	Pass major near-term stimulus	High	Medium/High	Medium
	Boost infrastructure spending	High	Medium/High	Medium
	Cut defense spending	Medium	Low	Very Low
Trade	Higher tariffs	Low/Medium	Low/Medium	High
	Onshoring agenda	High	Medium/High	Medium
Labor	\$15 minimum wage	High	Medium/Low	Low
	PRO Act	High	Very Low	Very Low
	Tougher labor regulations	High	High	Very Low
	Immigration reform	Medium	Low	Low

资料来源：Bank of America Merrill Lynch，工银资管（全球）

2.2.1“Dem Sweep”政策组合的核心：降低关税、提升赤字、加大基建力度和医保投入，加强再分配推动美元贬值和通胀不确定性

如果拜登当选总统且民主党控制参众两院，暨“Democratic Sweep”。中长期的政策场景为：大规模财政刺激、提升企业税和个人所得税、降低贸易关税、加强金融监管和劳工保护。

虽然拜登的政策组合中包含了加税和抑制金融自由化，相对特朗普更“反华尔街”，但是民主党的新总统上台后大概率不会立即提升企业税和个人所得税，首先要解决的疫情、就业和增长问题。而选举后，由于行政部门和国会更加统一，大规模的财政刺激势必会顺利通过，提升赤字、加大基建力度和医保投入将会成为政策的短期核心。

2.2.2“Dem Sweep”带来大类资产的结构调整机会

美股方面，整体影响偏正面。在“基建提升+美元贬值+大型科技企业反垄断”的逻辑下，价值股好于成长股。行业方面，电动车及相关基

建、绿色投资、清洁能源、医药有望继续受益，金融股、大型科技股可能受到利空。

中港股市方面，中国经济复苏、美元贬值以及关税下调的预期都将推动资本流入新兴市场，而对疫情控制较好的中国显然更具吸引力。鉴于人民币升值对港股的影响强于 A 股，且当前 A/H 溢价也处于高位，因此，港股好于 A 股。

美债方面，影响偏负面。赤字提升、债券供给加大都将提升通胀的中长期不确定性。

美元方面，影响偏负面。基建投资的加大将导致财政赤字提升，降低关税，增加企业税和个人所得税，叠加中国等新兴市场复苏的影响，都将有助于推动资本流出美国。

信用方面，在美元贬值的逻辑下，美国高收益企业债好于美国投资级企业债。

外汇方面，贸易紧张关系将得到缓解，人民币和欧元都将得到支撑。

2.3 “Dem Sweep”交易的潜在风险：仍有较大盈利空间，但交易逻辑易被证伪，宜偏博弈而非配置

从美国大选的赌盘来看，当前拜登当选以及民主党控制参议院的概率分别为 68%和 69%。如果二者为独立事件，则“民主党横扫”的概率为 $0.68 \times 0.69 = 47\%$ ，但由于参议院选举与总统选举具有较强相关性，预计当前“民主党横扫”胜率为 60%左右。目前，市场刚开始朝着“民主党横扫”方向交易，仍有较大盈利空间。不过，相较于复苏和通胀的宏观主题，该交易的影响因素更加高频，交易逻辑缺乏灰色地带也更易被证伪，需注意风险，宜博弈而非配置。

三、基金经理观点

3.1 股票基金经理观点：四季度市场将持续反弹

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	-3.20	8.24	29.26	1.78
标普 500	-3.80	8.93	31.31	5.57
道琼斯工业	-2.18	8.22	28.25	-0.91
欧洲 STOXX 50	-2.30	-0.70	16.96	-12.58
日本 225	0.68	4.59	23.39	-0.36
MSCI 新兴市场	-1.62	9.65	29.58	-0.96
MSCI 新兴亚洲	-1.14	12.02	32.08	8.22
MSCI 亚太除日本	-2.28	9.59	29.87	3.08
MSCI 香港	-5.15	1.55	10.85	-8.84
MSCI 中国	-2.73	12.54	29.83	15.96

数据来源：工银资管（全球），截止 2020.10.16

在海外波动加剧下，A 股和港股相比于海外市场更具吸引力，资金流向上来看，海外资金连续第六周流入海外中资股市场，流入规模攀升至 5.19 亿美元，表明海外投资者对中国市场持续看好。中国大陆黄金周消费数据向好，逐渐从疫情中复苏。我们对港股 A 股市场表示乐观，预计四季度会震荡上行。行业方面，中长线继续关注医药、消费、新基建等板块以及部分低估值绩优蓝筹股的投资机会。基本面向好，待三季报公布后，市场持续向好。港股 IPO 市场持续火热，万众期待的热门股票“蚂蚁金服”即将招股，获得了较多海外市场资金的关注，近期 IPO 项目均有较好涨幅，且趋势并未减弱，预计港股市场接下来 IPO 项目仍会吸引资金流入市场。

亚洲方面，新兴市场数据大多向好，日本工业产出环比连续第三个月反弹，特别是中国市场已经逐渐从疫情中恢复，估值较低，投资价值凸显。虽然短期来看，受到海外疫情的反复和国际政治因素影响，

新兴市场仍存在波动压力，但中长期配置价值明显。中国虽然从经济活动中依然可以看到疫情的影响，但制造业、服务业的多方数据表明中国增长继续复苏。9 月份中国制造业采购经理指数为（PMI）51.5% 已连续 7 个月位于临界点以上；国庆节假日期间前六日电影票房达到 30 亿元；国内旅游等可能也恢复至去年同期的 7-8 成；受推迟的婚庆等民间活动集中在国庆长假期间释放的影响，估计餐饮、零售、酒店等服务业也在明显回暖。而货币政策方面，9 月新增人民币贷款 1.9 万亿，社融 3.48 万亿，处于市场预期的偏高水平，虽然疫情缓解，不必过分担心货币政策整体收紧，因为央行表示“应当允许宏观杠杆率阶段性上升”，这是一个非常重要的表态。综合来看，中国整体增长在四季度可能仍会继续朝着正常化的方向复苏。在此背景之下，上市公司三季度业绩有可能会恢复至正增长，四季度同比增速恢复至疫情前的水平，明年盈利在低基数的基础上实现较高增长。政策方面，QFII 新政等资本市场的持续改革，会持续助推长线资金入市，结构性行情将持续演绎，核心资产会不断积累超额收益。随着国内公共卫生事件逐步好转、经济复苏加强、外围冲击常态化、增量资金持续推动，结构性行情有望继续演绎。但部分标的估值过高，在经济复苏环境下，预计四季度前期估值较高的行业会出现估值调整，低估值行业将得到修复，整体市场风格会趋于均衡。

发达市场方面，美国新一轮刺激政策仍处于僵局，众议院通过了 2.2 万亿美元的计划，但仍未与共和党达成协议。与此同时，美国大选存在较高不确定性，特朗普及数位官员被确诊新冠阳性之后，再次增加了美国市场的不确定性，随即风险资产遭到抛售。美国 9 月制造业数据表现喜忧参半，反映就业增长缓慢、经济复苏放缓。欧洲方面，多国新增确诊病例激增，引发经济复苏担忧。欧盟与英国的脱欧谈判仍持续处于僵局，因英国未废除违反脱欧协议内容的法案条款，欧盟已对英国采取法律行动。欧元区制造业活动持续复苏，但仍未见到反转迹象。海外市场方面，中期来看，经济复苏仍未见趋势，建议保持谨慎，并密切关注美联储和欧洲央行即将公布会议纪要。

随着美国大选逐步落地，中美关系有可能进入暂时的平静期，对市场负面拖累阶段性减小。中美关系无疑将继续影响全球市场的重要因素，一旦美国大选落定，无论哪方当选，中美关系有可能进入一段暂时的平静期，为市场提供一定的“喘息期”。目前，是较好的资产配置时间点。

3.2 固收基金经理观点：防御为主，静待市场调整

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债	-2.23	-14.32	-48.11	-91.79
5 年期美国国债	3.53	-3.82	-27.25	-83.59
10 年期美国国债	-2.94	4.25	2.17	-64.32
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年)	18.84	-7.27	-44.68	29.21
JACI 亚洲美元债指数	-0.47	2.12	8.33	4.44
JACI 亚洲投资级债券指数	-0.06	1.97	6.50	5.56
JACI 亚洲高收益债券指数	-1.86	2.68	14.82	1.04
JACI 亚洲美元债信用利差	4.73	-7.87	-23.05	28.42
JACI 亚洲投资级信用利差	2.05	-9.98	-16.61	27.45
JACI 亚洲高收益级信用利差	5.96	-5.44	-26.62	24.60

数据来源：工银资管（全球），截止 2020.10.16

三季度，亚洲美元债市场持续修复，利差进一步收窄，且新发交易非常活跃，但 9 月以来，美股高位回调、市场通胀预期升温等因素带动风险偏好有所回落，各类风险资产出现一定程度的回调。随着三季度市场的继续反弹，摩根大通亚洲美元债指数收益率已降至 3% 的历史低位。尽管绝对收益率较低，但从相对估值的角度来看，目前的亚洲美元债利差处于相对合理的水平，且相较于其他新兴市场或美国市场仍有相对价值。因此，结合当前全球的低息环境，亚洲美元债对于全

球投资者依然具有吸引力。不过，四季度市场将面临诸多扰动因素，整体表现预计将较为波动。首先是美国大选。除了胜出者目前仍不明朗外，本次选举结果亦可能由于疫情（邮寄投票）和人为（申请重新计票）的影响推迟公布最终结果。其次是新冠疫情。亚洲部分地区近期新增确诊反弹，同时北半球正步入秋冬季节，年内存在区域型爆发的可能。

综合来看，我们对亚洲美元债在四季度的观点偏中性，预计市场将呈现区间震荡的态势。我们更加看好高收益级债券的长期表现，但短期的波动预计较高。策略方面，整体上保持谨慎，重点提高组合的防御性，以中性的姿态等待不确定性因素逐步确认（如美国大选），并捕捉市场调整时可能出现的机会。

亚洲投资级债券方面，维持中性的观点。9月市场整体偏弱，利差平均走宽 10.52 个基点。我们认为，9月市场表现不佳是基于当前宏观环境和前期持续上涨后的阶段性调整，但市场的总体估值仍然偏高，部分受到追捧的标的价格还未回落至合理区间，选择出现相对价值的标的依然是后续投资的主旋律。同时，包括美国大选、美国政策支持计划推出、中美关系在内的宏观不确定性因素将在四季度主导市场，因此，操作方面短期维持久期中性偏防御性，等待市场可能出现波动。国别方面，中国名字的相对估值仍然偏高，而韩国和新加坡的低 beta 属性将较好地分散风险。另外，印度的新冠肺炎疫情出现反复，拖累其投资级标的的基本面出现下滑。

高收益级债券方面，保持谨慎乐观。9月市场未能延续前期的涨势，整体下跌 1.86%，主要原因是中资房地产板块受恒大集团信用事件的影响出现较大幅度的下跌。对于恒大的情况，虽然短期战投资金问题解决，但公司的整体债务水平偏高，安全边际较低，需密切关注公司后续的经营和再融资情况，关注其自身以及可能引发的系统性风险。对于高收益债券的投资策略，我们继续坚持以信用分析为基础，选择基本面稳定、具有相对估值潜力的名字。

利率方面，我们保持中性观点不变。9 月美国国债收益率整体保持稳定，呈现区间震荡的态势，10 年期国债整月微跌 2.1 个基点。美联储在 9 月议息会议中继续按兵不动，与市场预期保持一致。会议的点阵图显示，美联储预计将维持当前联邦基准利率水平直至 2023 年底。因此，整体上我们预计美国国债收益率曲线将维持低位，但近期市场的不确定性将加大短期波动。市场预期在大选后，美国将推出新一轮财政刺激政策，在经济复苏的同时推升通胀预期，近期美国国债相关曲线的走势已经反映市场的部分预期。综合来讲，我们预计利率将有所升高，但在当前美联储的政策下，预计上涨空间有限。

警告和免责声明

工银资管(全球)有限公司(以下简称“本公司”)是根据《证券及期货条例》第116条的规定获香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“证监会”)发牌的公司,以从事第4、第5及第9类的受规管活动。

本文件不可分发或发布于当地司法管辖区的适用法律或法规所不允许的人士。如果阁下并非本文件的指定收件人,请勿继续阅读本文件并应即时将之销毁。

此报告仅供专业投资者作参考,本文件仅供参考之用,并不构成在任何司法权区买卖个别证券或投资于其他投资产品的要约或招揽,且应绝对保密及仅可送交收件人。除非经本公司的事先书面同意,否则不可使用、翻印、复制或分发本文件的全部或部分内容。本文件并未得到证监会的批准。假如本文件由本公司以外的第三方分发,本公司无须对收件人或该第三方采取之任何行动负责。本文件的任何内容均不构成投资、法律或其他意见,投资者在作出投资决定或其他决定时也不应对之加以依赖。有意投资的人士应根据本身的投资目标及个人的财务状况,就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立意见。

本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能不时持有本文件所提及的个别证券或其他金融工具的长仓或短仓、买卖该等个别证券或投资于该等其他金融工具,而本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能因本文件中提及的个别证券或其他金融工具而涉及利益冲突。对于投资者在使用本文件时及依据该等材料而作出的任何投资决定所引起的任何损失及/或损害,本公司概不负责。本文件所表达的意见为本公司於本文件刊发之时的看法,可在无需给予通知的情况下予以更改。本公司将会尽一切的努力提供准确、及时的信息。尽管如此,本公司并不保证本文件所载信息的准确性、及时性、完整性、效用或其任何其他方面,也不会对任何该等内容负责。投资的价值可升亦可跌,并可能会受有关市场波动的影响。过往表现或任何估计或预测并非将来表现的依据。目前并无保证运用本文件所述的任何策略将导致所述的指定目标得以达成。虽然本文件所述的信息是从本公司相信为可靠的来源取得,但本公司或其董事、高级人员及雇员并不保证该等信息之准确性或完整性。所有图表和结果(如有)仅作参考之用,不可代表任何投资项目的实际或未来业绩。虽然帐户基金经理会尽合理的努力将投资风险减至最低,但投资价值可能会波动,因此有可能出现损失,而在最坏的情况下可能会损失全部的投资金额。投资回报并非以港元为单位、或非以港元为投资基准的人士会因汇率波动而承受风险。在作出任何投资之前,收件人应当参阅有关招售文件(如有)及财务报告(如有)以得知进一步的详情。此报告未经证监会审阅。

本公司保留追究权利。