

## 2022 固收市场四季度展望

# 长夜漫漫，继续蛰伏

### 摘要

**趋势：**面对外部环境的恶化，以及内需易稳难升、缺乏抓手向上推动的大环境下，利率的拐点距离我们仍有一定的距离，但黑夜之中往往也会有点点星光为我们指明方向。压力测试过后，市场预期愈发稳定，这值得欣慰。同时我们诸多积极的变化，例如社融增速的持续回升、票据市场利率水平的中枢上移，例如CPI-PPI的通胀剪刀差的结构反转，例如政策端有延续性的增量政策等。全球加息潮之下，加码刺激的代价会比想象的更大，因此稳步修复等待人民币贬值压力过去以及更加合适的政策操作窗口可能是当前的最优选择。**从走势来看，当前利率水平低位稳固，下方空间有限，从赔率上来讲押注利率继续下行并不划算。在宽信用到来之前，预计利率中枢会随着资金价格以及平稳修复的基本面小幅抬升，但大多数时候预计仍以震荡为主，可以在短期大幅涨跌之后寻求波段操作的机会。趋势策略方面，我们认为最佳的入场时点可能需要等待两个信号出现：内需加速修复或是美联储加息周期终结。长夜漫漫，但只要方向明晰的话，等待也不失为一种策略。**

**期限：**我们预期四季度过剩流动性过呈现边际收敛的趋势，从而带动短端利率回升。另一方面，当前中长期利差水平颇高，5Y-2Y国债收益率利差41.3bp，达到历史95%分位；10Y-2Y利差62.34bp，位于历史94%分位；10Y-1Y利差86.64bp，位于历史90%分位，利率曲线存在平坦化的空间。

**信用：**未来四季度我们可能会见到流动性在边际上进一步收敛，“资产荒”逻辑或接近尾声，信用利差再度走阔后，可能会是更好的配置机会。而产业方面关注获得确定性政策支持房企的短债交易机会。

**可转债：**四季度美联储加息、全球经济可能陷入衰退的负面影响仍在，但冲击可能逐渐减弱；国内各项政策继续发力，经济可能边际改善。未来行情是否开启风格转换仍不确定，取决于疫情控制状况以及经济复苏程度，因此转债策略上建议均衡配置。

**风险提示：**内需修复速度不及预期、地缘政治事件

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询编号：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

0571-89727506

## 目录

摘要.....	1
图表目录.....	3
<b>第 1 章 稳定的预期，筑底的利率.....</b>	<b>4</b>
1.1. “压力测试” .....	4
1.1.1. 地产事件后膨胀的乐观预期有所降温.....	4
1.1.2. 短期扰动.....	5
1.2. 利率底部夯实 .....	7
<b>第 2 章 内外交困 .....</b>	<b>8</b>
2.1. 全球总需求回落 .....	9
2.2. 资本流出与汇率担忧 .....	11
<b>第 3 章 货币政策：带着脚镣跳舞.....</b>	<b>11</b>
3.1. 需求疲弱但空间受限 .....	12
3.2. 资金压力与未来走势 .....	13
<b>第 4 章 策略推荐 .....</b>	<b>13</b>
4.1. 趋势：熬过漫漫长夜 .....	13
4.2. 期限：做平曲线仍可为 .....	14
4.3. 信用：关注政策支持房企的短债交易机会.....	15
4.4. 可转债：均衡配置为佳 .....	15
<b>免责声明 .....</b>	<b>18</b>

## 图表目录

图 1.2 房企拿地持续低迷 .....	5
图 1.3 挖掘机开工小时数增速回落 .....	6
图 1.4 沥青表管消费量增速放缓 .....	6
图 1.5 利率底部夯实 .....	7
图 1.6 月底票据利率中枢上移 .....	8
图 2.1 疫后出口成为有力支撑 .....	8
图 2.2 美国居高不下的通胀水平 .....	9
图 2.3 我国对外贸易依存度水平较高 .....	10
图 2.4 出口增速回落 .....	10
图 2.5 今年以来外资国债持仓环比连续回落 .....	11
图 3.1 三季度后半段资金中枢回升 .....	12
图 3.2 政策利率下调 .....	13
图 4.1 利差水平较高 .....	14
图 4.2 资产荒逻辑或有变局 .....	15
图 4.3 中证转债与沪深 300 走势 .....	16
图 4.4 转债行业估值水平 .....	16

在 6 月份的半年度展望中，我们曾经指出地产行业的景气度可能会是季度的关键变量，理由在于其牵扯到的庞大的资金量以及对中下游行业较好的拉动效应。然而，正当我们满心期待地等待销售回暖以及中下游需求修复，地产却转头给了市场一记重锤。整个三季度来看，以地产风险事件为首，高温限电、海外加息潮等，一波波冲击纷至沓来，压力测试过后，宏观预期逐渐平稳，利率底部更显夯实。四季度来看：长夜漫漫，仍需等待，内外交困之际更需要投资者的时间与耐心。

## 第1章 稳定的预期，筑底的利率

### 1.1. “压力测试”

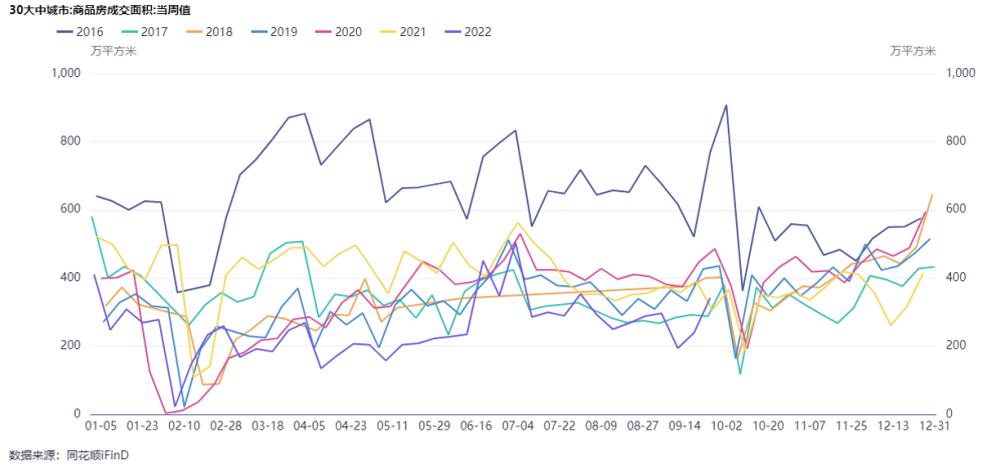
#### 1.1.1. 地产事件后膨胀的乐观预期有所降温

地产行业风险事件的突然爆发直接中断了基本面预期稳步上行的良好势头，也打断了投资者对于该行业可以很快修复的没好遐想。回过头来看，它更像是一次对于市场、宏观经济以及银行体系的压力测试，在事件发生后，之前由于政策频发而膨胀的市场预期明显降温，变得更加务实。

此前我们曾经探讨过房企面临的一些问题，主要在于现金流：一方面商品房销售情况并未明显改善，回款能力不足；另一方面信用环境偏弱，融资依旧困难。而前几年快速扩张期欠下的大量外债成为了沉重的负担，一些现金流状况不佳的房企出现拖欠工程款的为题，也就导致“烂尾楼”现象的增加。而不幸购买了烂尾期房的居民中的一部分出于止损的目的，选择拒绝支付按揭贷款，从地产施工问题延伸到了银行系统，导致事件的影响扩大化以及严重化。

彼时对于该事件的各种介绍、分析报告在市场上广为流传，在此不多做介绍，我们主要从市场反应以及其影响来回顾一下事件余波。在舆论爆发后，市场迅速做出反应，十年期国债收益率一改此前的上涨趋势，在 6 月社融、外贸以及消费投资等多项数据大超预期的强势背景下，反而下行了接近 10bp，触及 2.7% 的重要关口。而权益市场同样受到波及，截至 8 月 5 日，上证指数在一个月之内下跌 6.35%，申万房地产指数跌幅达到 10.65%。为了预防系统性风险，监管层迅速做出了反应，政策自上而下加上房企积极自救，市场情绪逐渐稳定。但从债市的分析框架来看，该事件的影响不仅在于对于短期行情的冲击，他修正了投资者对于基本面的预期，这将会影响长期逻辑。六月份刺激政策有序推出，加上地产销售数据持续走高，市场期待着基建托底、地产修复拉动经济的模式能够带领宏观走出阴霾，但事实证明大家的想法有些过于乐观。随着 7 月商品房销售数据以及房企拿地数据双双走低，市场预期也有所修复。

图 1.1 商品房销售数据迅速回落



资料来源: ifind 资讯 南华研究

图 1.1 房企拿地持续低迷



资料来源: ifind 资讯 南华研究

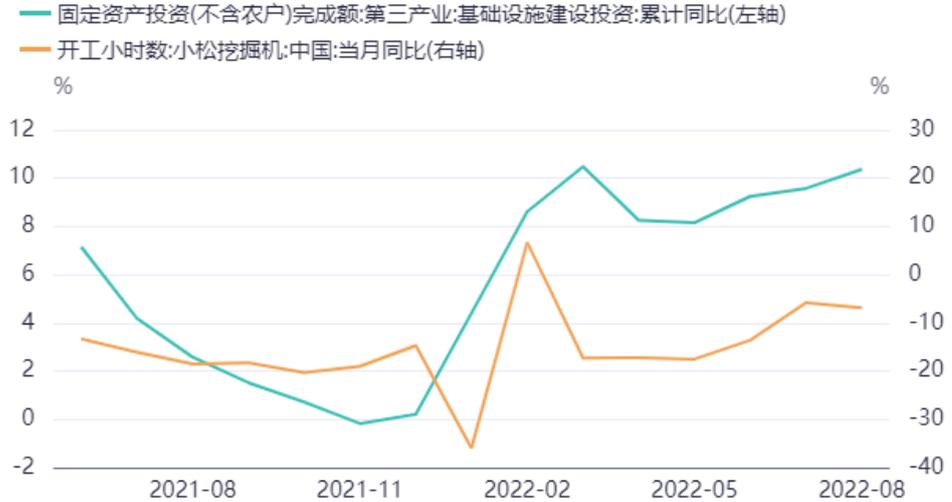
### 1.1.2. 短期扰动

房地产与基建投资是本轮刺激政策最重要的抓手，在市场原先的预期中，财政发力带动基建投资上行，托底宏观经济，同时房地产的修复带动中下游需求回暖，成为经济增速上行的重要推手。而整个三季度，除了地产拉动这一长期逻辑得到了修正，基建托底的效用也收到短期扰动的冲击，但冲击过后，我们能够看到更加稳定的市场预期以及夯实的利率底部。

八月中旬国内多地开始遭受持续的高温干旱天气，四川东部、重庆中西部、陕西南部、安徽南部、湖北东南部和西部、湖南中北部以及浙江中北部等多地气温连日维持在 40°C 以上，导致中央气象台连续多日发布高温红色预警。四川等地以水力发电为主，干旱天气会导致电力供应不足，为了保障民生用电，彼时四川召开电力保供调度会，对部分工业电力用户实施停产措施，市场情绪受到冲击。高温的另一大影响在于影响施工

进度，前文我们曾强调内需增长主要在于基建的托底以及地产修复后的拉动作用，后者已经被证伪，而前者也受到了高温的影响。从数据上来看，我们可以发现一些基建的领先指标以及相关性较高的微观指标在八月都出现增速放缓甚至停滞的情况。例如挖掘机开工小时数同比增速较 7 月回落 1.1 个百分点，终止了回升的势头，沥青开工率以及表观消费量也有着相同的走势。

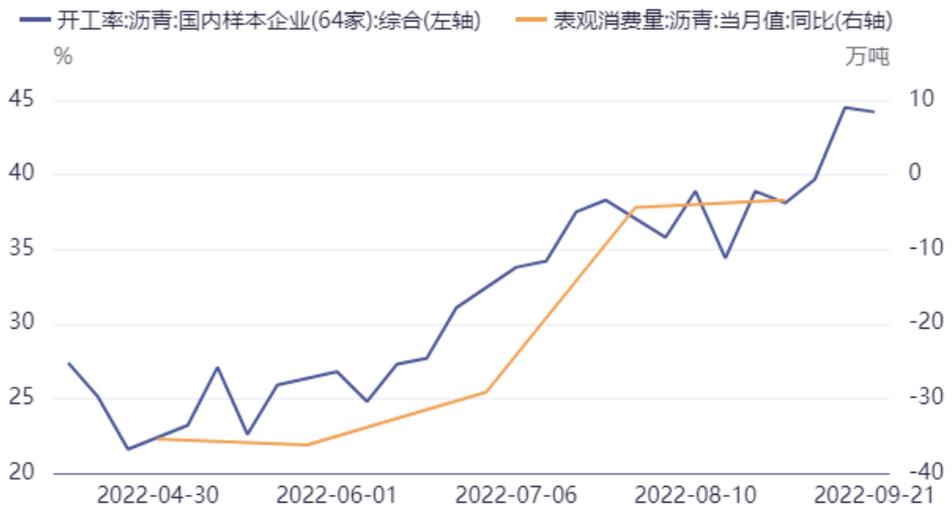
图 1.2 挖掘机开工小时数增速回落



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 资讯 南华研究

图 1.3 沥青表管消费量增速放缓



数据来源: 同花顺iFinD

资料来源: ifind 资讯 南华研究

## 1.2. 利率底部夯实

图 1.4 利率底部夯实



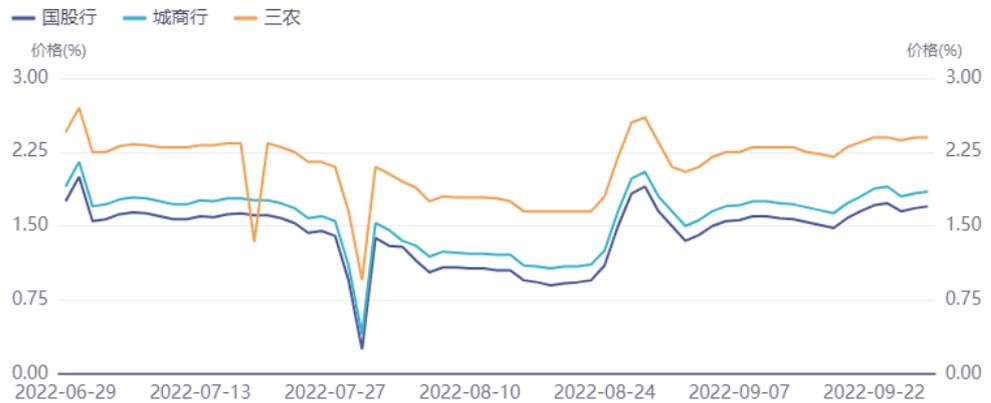
资料来源: ifind 资讯 南华研究

整体来看三季度我们的宏观经济遭受到了较多的挑战,有长期逻辑的修正,也有短期扰动的冲击,但如果我们看到利率走势,便会发现在消息冲击之下十年期国债收益率的降幅其实相当有限,在地产风波后上证综指下行超过 200 个点,但国债收益率甚至没有冲破五月底的前低。即便在 8 月超预期降息之后向下突破,但随着后续票据利率以及资金市场的出现边际收紧的信号,利率再度转头上行,使得市场对于降息的反应更像是利多出尽而非宽松加码。

从市场反馈出的情绪来看,我们认为在经受诸多冲击之后投资者对于经济增速放缓的容忍度有所上升,这意味着当前的利率水平已经基本反应了内需不振的经济预期,考虑到当前的利率正处在历史级别的低位水准,我们认为向下的空间是相对有限的。

图 1.5 月底票据利率中枢上移

历史走势：转贴(有三农)、半年



资料来源：ifind 资讯 南华研究

## 第2章 内外交困

疫情之后由于国内率先复工复产，大量海外订单向国内迁移使得出口迅速修复，从数据上来看，2020 年 4 月工业增加值以及出口增速率先同步转正，前者主要由于当时政策重点盯住复工复产进程，而后者则是更多的靠市场驱动。其韧性主要来源于我国完备的工业体系：疫情对于各国之前的紧密联系造成干扰，也导致此前全球化进程中横跨多个多家的产业链布局中断，而我国由于工业体系完备，生产力充裕，承接了很多过去在海外的生产需求。另一方面，由于供应链问题以及地缘政治事件的扰动，国际油价大幅飙升，也抬升了海外的生产成本，而国内在能源上的成本相对较低，导致我国出口的产品更具价格优势。

图 2.1 疫后出口成为有力支撑



资料来源：ifind 资讯 南华研究

由于以上原因，疫情后出口一直是国内经济增长的重要支撑，即便内部生产时而遭受疫情扰动，以及实体融资情绪修复较为缓慢，出口也经常能够维持 10%以上的同比增

速。而三季度最为艰难的地方在于，一方面投资者需要用更加理性和审慎的思维去看待地产行业的低位企稳，同时需要直面外需这一支撑的显著回落，是真正意义上的“内外交困”。而在这样背景下得到的利率底部，会让我们觉得更加坚实。

外部环境的主要变量在于美联储的货币政策，由于疫情之后采取了较大力度的政府刺激计划，美国的经历了从耐用品到服务业通胀的转变，而工资-通胀螺旋上升导致物价水平居高不下。美联储从今年 3 月开始进入紧缩周期，并且脚步逐渐扩大，随着美联储加息幅度扩大到了史无前例的 75bp 每次，其货币政策的外溢效应也愈发明显，具体来说，可以看到全球大部分经济体开启加息潮，同时国内汇率波动明显加大，一定程度制约货币政策空间，这是最直观的表现。得益于美元作为世界货币的超然地位，美联储货币政策的外溢效应，以美元（或者说汇率）为媒介，通过国际贸易以及国际资本流动的路径进行传播。

图 2.2 美国居高不下的通胀水平

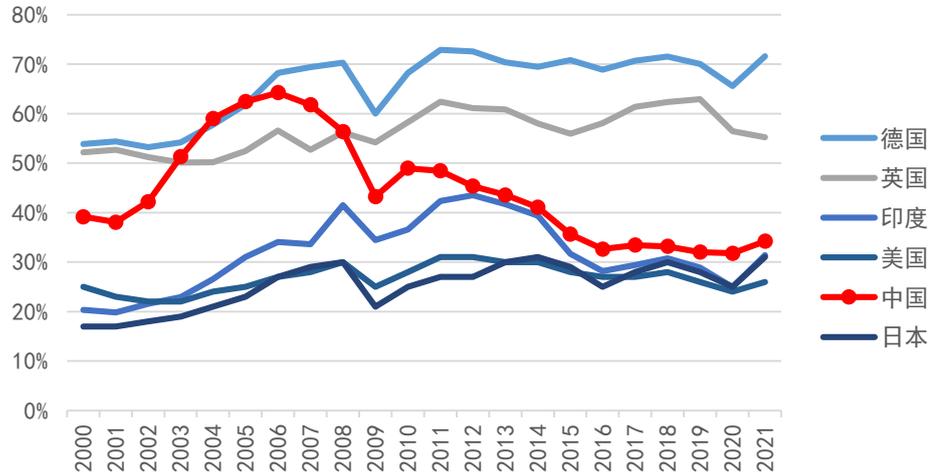


资料来源：Wind 资讯，南华研究

## 2.1. 全球总需求回落

前文曾指出疫情后出口就成为了我国经济增长的重要支柱，事实上，我国一直以来对国际贸易的依存度都不算低。从对外贸易依存度的视角来看，我国的水平自 2001 年加入 WTO 后开始加速上升，2006 年达到 64% 的峰值，随后缓步下降，目前维持在 34% 左右的水平。如果以 50% 作为衡量对外贸易依存度高低的转折点，那么我国从 2003-2008 年是高度依赖对外贸易的，2009-2014 年依赖度降低了一个台阶，从 2015 年开始再次降低一个台阶，回到加入 WTO 前的水平。如果我们进行横向对比，在全球 GDP 排名前六的国家中，中国的贸易依存度从曾经的位居前列逐渐下滑到目前的位于中列水平。目前，中国的对外贸易依存度仅低于德国和英国，比美国、日本和印度都要高。例如，美国对外贸易依存度的最高峰出现在 2008、2011-2014 年，达到过 30-31%，目前维持在 26%，较中国低了 8% 左右，说明目前中国的对外贸易依存度虽然较峰值下降了很多，但绝对值并不低。

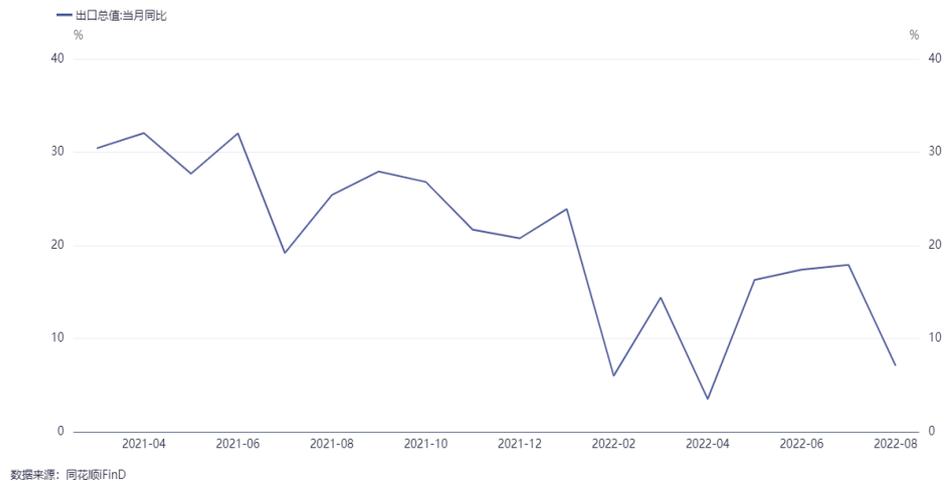
图 2.3 我国对外贸易依存度水平较高



资料来源：Wind 资讯，南华研究

美联储加息后，为了避免货币跟随出现大幅贬值的情况，以欧元区为代表的多数发达经济体选择了跟随加息，但加息意味着抑制需求，这就是为什么当美元收紧后，全球的总需求都会随之滑落。根据最新公布的9月数据，欧元区9月制造业PMI初值为48.5，创27个月新低；服务业PMI初值为48.9，创19个月新低。德国9月制造业PMI初值48.3，创27个月新低，8月终值49.6；服务业PMI初值45.9，创28个月新低；法国9月制造业PMI初值47.8，为28个月以来新低，8月终值50.6；服务业PMI初值53，创两个月新高，8月终值51.；英国9月制造业PMI初值为48.5，预期47.5，8月终值47.3。全球总需求下行直接影响到我国对外贸易的景气度，以美元计价，8月国内出口总值同比增长7.1%，较前值回落10.8个百分点，大幅低于市场预期，疫情以后经济最重要的拉动项似乎也面临着增速放缓的风险。

图 2.4 出口增速回落



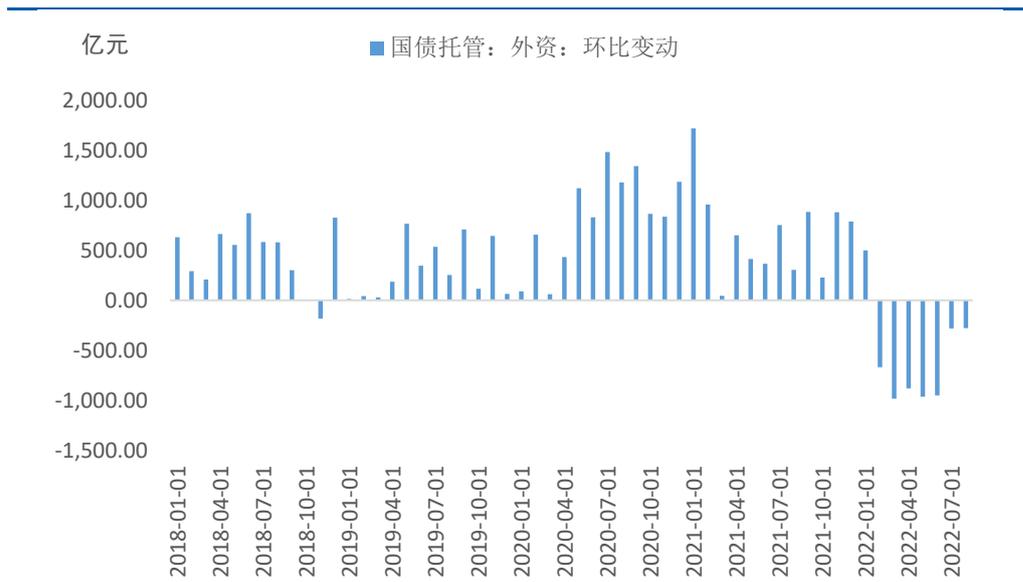
资料来源：Wind 资讯，南华研究

## 2.2. 资本流出与汇率担忧

另一方面，海外加息的外溢效应从资本流动这一路径向国内传导。随着国内资本市场的逐步开放以及人民币汇率弹性增加，美联储货币政策的外溢性对于国内的影响也更加明显。随着美联储货币政策的收紧，全球美元趋势性回流，大量美元兑换需求压制本币汇率，一方面可能导致本币贬值，另一方面则会抬高通胀水平。出于对通胀的恐慌，欧洲经济体选择跟随加息，但我国正处在经济修复期，需要宽松的货币政策支持稳增长，因此央行选择保持流动性的稳定，这也导致人民币兑美元出现大幅贬值。截至 9 月底，离岸人民币兑美元汇率盘中一度跌破 7.25，为近年来新低。

尽管国内货币政策强调以我为主，并且保证了流动性的充裕，为经济修复提供了舒适的环境，但政策空间确实受到了一定限制。随着中美利差倒挂幅度逐渐加深，资本流出的压力会逐渐增长，今年以来外资托管的国债规模环比连续回落，是历史第一次。前文曾经提到三季度外需回落，但内需的修复同样遭遇挫折，并没有完美的接过稳增长的重担，理论上来说应该需要货币政策及时对冲，但整个三季度货币政策的发力程度依旧相对克制，只是在八月中旬开展了一次降息，我们认为这或许就是海外加息周期对于国内政策空间掣肘的体现。

图 2.5 今年以来外资国债持仓环比连续回落



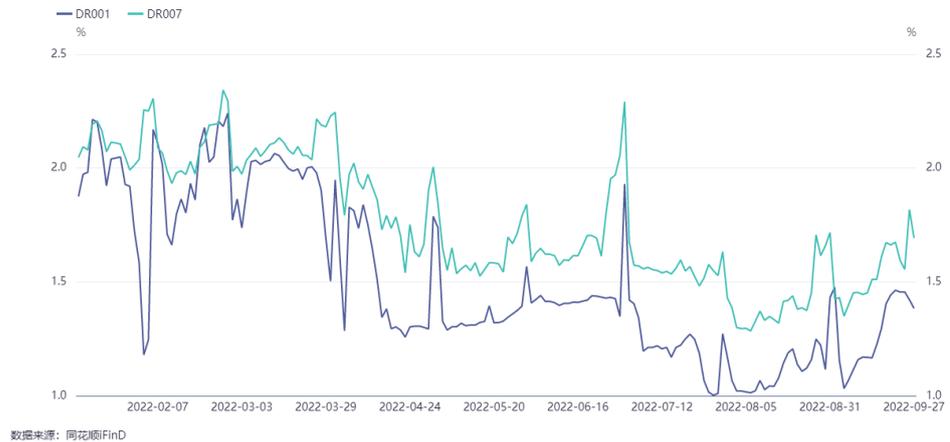
资料来源: Wind 资讯, 南华研究

## 第3章 货币政策：带着脚镣跳舞

三季度资金中枢先下后上，流动性整体保持充裕水平。事实上，我们此前对于三季度特别是前两个月的流动性预期并不会太紧，因为在 6 月地方政府专项债发完型完毕后，7、8 月的债券供给相对呈现真空的状态，而考虑到今年的专项债限额要在 8 月底之前使用完毕，财政支出增加会扩充市场上的流动性，资金利率并不会抬高。而在这样的基础上，突发情况的爆发以及内需的转弱进一步一致了资金利率上行，因此在三季度的前半

段时间内，资金价格反而再下一个台阶。具体来看，7月随着风险事件的爆发，不论是出于安抚市场情绪还是对冲经济增速放缓的风险的考量，央行都势必会维持资金的宽松水平，甚至比之前要更低。后续随着风险有序出清，恐慌情绪平复，央行开始回收多余的流动性，我们可以看到8、9月MLF均采取了缩量续作的方式，这是态度边际变化的表现。另一方面，8月底票据利率开始上行，也带动资金价格逐步回升。

图 3.1 三季度后半段资金中枢回升



资料来源：ifind 资讯 南华研究

### 3.1. 需求疲弱但空间受限

从对冲经济增速下行压力以及逆周期调节的视角来看，我们认为三季度央行货币政策力度相对克制。从前文的分析来看，我们当前正面临着外需回落以及内需支撑不稳固不牢靠的“内外交困”局面，正是需要政策出手对冲的时机。事实上，政策端也确实做出反应，8月15日央行宣布降低MLF和OMO操作利率10bp。从目的来看，本次降息是为了解决宽信用传导不畅的问题，聚焦的领域依然是房地产。MLF利率下行带动与之挂钩的LPR利率下行，从而传导至中长期的贷款利率。结果来看效果也较为显著，8月20日LPR1年期报价为3.65%，较前值回落5bp，5年期LPR报4.3%，较前值回落15bp。

图 3.2 政策利率下调



资料来源: ifind 资讯 南华研究

而随着美元指数的持续上行,后续的政策空间会显得更加逼仄。9月底美联储议息会议再次宣布加息 75bp 同时释放了超市场预期鹰派信号,与此同时英国发布财政刺激计划,导致美元指数快速上冲逼近 115,人民币兑美元明显贬值,连续出现股债汇三杀的日内行情,市场开始出现对人民币汇率的担忧。因此 9月26日全国外汇市场自律机制电视会议上,央行表态指出“外汇市场事关重大,保持稳定是第一要义”,同时强调“双向浮动是常态,不要读人民币汇率单边升值或贬值,就赌必输”。

### 3.2. 资金压力与未来走势

四季度我们认为资金压力值得关注:一方面8月底国常会提出的接续政策中表示要依法用好5000多亿的专项债地方结存限额,10月底前发行完毕,债券供给端压力上行。另一方面我们关注资金到期情况,目前来看四季度共有2万亿MLF到期,其中10月、12月各5000亿,11月1万亿,同时在12月份将会有7500亿特别国债到期,流动性面临冲击。

展望后市,我们认为货币政策依旧留有空间,当内需持续低迷或者经济再度出现失速下行的风险,可能会继续通过利率手段来降低企业以及居民部门的资金成本。考虑到资金中枢已经在较长的时间内低于政策利率,降息对于市场的冲击或者说负面效应也相对较小。而对于资金到期压力,通过降准进行置换是可行的,在维持流动性的同时能够降低资金成本。最后,外部的风险也必须警惕,受益于劳动力市场以及国内需求的相对强势,加息周期中美元指数持续上行,但随着实际利率不断走高,美国将直面衰退风险,届时可能会是政策更加舒适的操作窗口。

## 第4章 策略推荐

### 4.1. 趋势: 熬过漫漫长夜

综上,面对外部环境的恶化,以及内需易稳难升、缺乏抓手向上推动的大环境下,

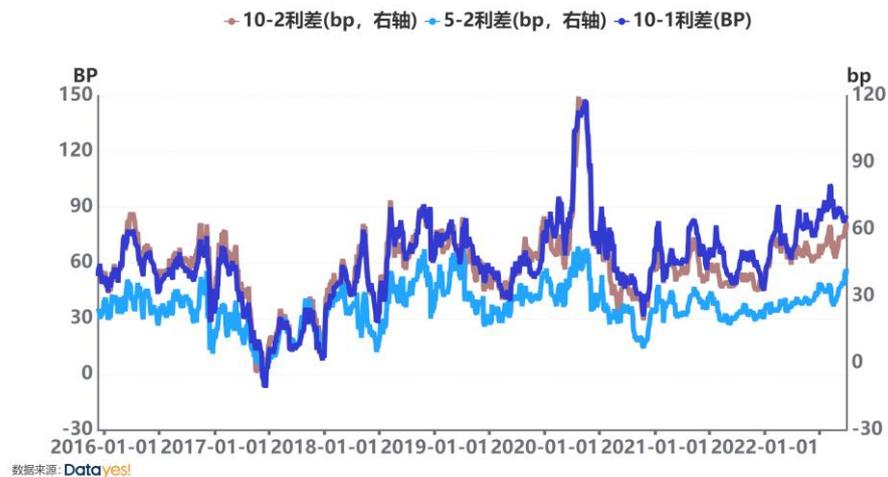
利率的拐点距离我们仍有一定的距离，但黑夜之中往往也会有点点星光为我们指明方向。压力测试过后，市场预期愈发稳定，这值得欣慰。同时我们可以看到融资情绪有所改善，例如社融增速的持续回升，以及 8 月底票据市场利率水平的中枢上移。经营环境方面，最新数据显示 CPI-PPI 的通胀剪刀差结构出现反转，这代表着困扰我们将近一年半的上游涨价挤压中下游利润的问题正在得到解决，而盈利结构的改变已经出现在了 8 月的工业企业利润中。政策方面，领导层尽量避免强刺激，但始终保持稳定输出，8 月底国常会出台前期方案的续接政策，政策性开发性金融工具增量以支持基建，同时又在后续会议中指明“以消费和投资拉需求、促进社会投资”，“推动消费恢复成为经济主拉动力”，这使得我们对未来的内需接替方向留有期待。全球加息潮之下，加码刺激的代价会比想象的更大，因此稳步修复等待人民币贬值压力过去以及更加合适的政策操作窗口可能是当前的最优选择。

从走势来看，当前利率水平低位稳固，下方空间有限，从赔率上来讲押注利率继续下行并不划算。在宽信用到来之前，预计利率中枢会随着资金价格以及平稳修复的基本面小幅抬升，但大多数时候预计仍以震荡为主，可以在短期大幅涨跌之后寻求波段操作的机会。趋势策略方面，我们认为最佳的入场时点可能需要等待两个信号出现：内需加速修复或是美联储加息周期终结。长夜漫漫，但只要方向明晰的话，等待也不失为一种策略。

## 4.2. 期限：做平曲线仍可为

我们认为长端利率会在经济修复预期的波动中延续震荡，但对于短期利率来说，资金市场的价格往往会有更大的影响。前文曾指出未来资金到期压力不小，这或许会在利率中枢上有所反应。因为当前流动性总量依旧处于“过于充裕”的水平，资金价格长期低于其锚定的政策利率，而近期央行公开市场的操作也体现出了回收多余流动性的意愿，这都指向未来资金面可能会边际收敛。另一方面，当前中长期利差水平颇高，5Y-2Y 国债收益率利差 41.3bp，达到历史 95%分位；10Y-2Y 利差 62.34bp，位于历史 94%分位；10Y-1Y 利差 86.64bp，位于历史 90%分位，利率曲线存在平坦化的空间。

图 4.1 利差水平较高

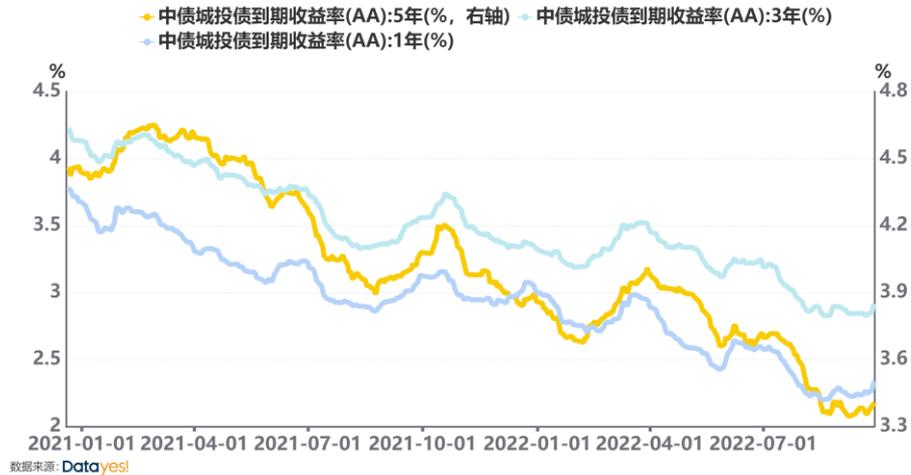


资料来源：ifind 资讯 南华研究

### 4.3. 信用：关注政策支持房企的短债交易机会

长期维持较低的利率水平以及充足的流动性会导致风险资产的目标收益率难以与市场预期匹配上，也就是所谓的“资产荒”。整个三季度来看，信用债市场依旧是资产荒逻辑的延续：由于无风险收益率保持极低水平，充足的流动性迫使市场追寻更高的收益，具体方向有二，拉长久期以及信用下沉，因此我们最后看到的就是收益率曲线的平坦化以及信用利差大幅收窄。四季度或许很难看到无风险收益率的显著回升，但我们认为流动性的边际变化可能会导致资产荒逻辑的终结。如图所示，尽管三季度利率水平继续回落，但从八月中旬开始基本开启横盘走势，下行动力不足，这与同期资金利率中枢的回升不无关系。未来四季度我们可能会见到流动性在边际上进一步收敛，信用利差再度走阔后，可能会是更好的配置机会。

图 4.2 资产荒逻辑或有变局



资料来源：ifind 资讯 南华研究

产业方面，依旧重点关注地产行业修复后的交易机会。在支持政策落地后，行业风险逐渐出清：九月底国开行向辽宁省沈阳市支付全国首笔“保交楼”专项借款，银保监会称“房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转。”而民企融资方面也取得了重大进展，继龙湖、美的置业后，9月中旬碧桂园在中债信用增进投资股份有限公司的支持下成功发行2022年第一期中期票据，票面利率3.2%。考虑到地产行业低迷的景气度以及当下偏弱的融资环境，可关注获得确定性政策支持房企的短债交易机会。

### 4.4. 可转债：均衡配置为佳

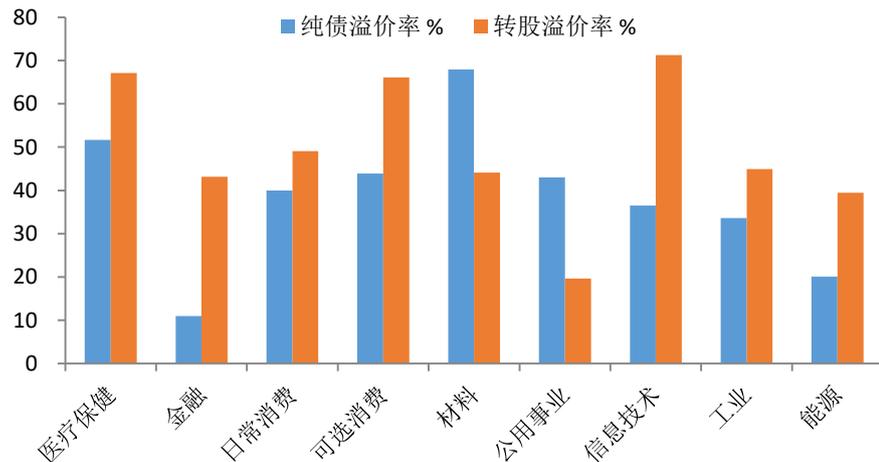
三季度A股反弹见顶回落，转债跟随下跌，但整体表现强于正股。截至9月29日，中证转债指数收于403.3，较二季度末收跌3.66%。估值方面，平均转股溢价率为53.26%，较半年末明显上升，因转债较为抗跌，转股溢价率随股市下跌而被动抬升；平均纯债溢价率为43.35%，纯债溢价率随转债价格下跌而回落，较半年末明显下降。整体估值尤其是转股溢价率仍处于历史较高水平。分行业来看，金融、能源的纯债溢价率最低，债性保护稍强。医疗保健、可选消费、信息技术的转股溢价率最高，股性偏弱。

图 4.3 中证转债与沪深 300 走势



资料来源: ifind 资讯 南华研究

图 4.4 转债行业估值水平



资料来源: ifind 资讯 南华研究

四季度美联储加息、全球经济可能陷入衰退的负面影响仍在,但冲击可能逐渐减弱;国内各项政策继续发力,经济可能边际改善。9月末A股市场情绪非常悲观,估值已具备优势,四季度有望迎来反弹或进入磨底阶段,转债会有相应表现。估值方面,四季度无风险利率的波动中枢可能上移,转债或面临一定的估值压力。

A股4-7月的反弹以高景气度成长板块为主,结构性行情明显。此后的下跌行情中,前期热门板块大幅调整,低估值板块中银行、保险有所抵抗,但亦不乏下跌者。四季度行情是否开启风格转换仍不确定,取决于疫情控制状况以及经济复苏程度,因此转债策略上建议均衡配置。

- 1. 成长类转债:** 可在调整充分的光伏、风电、新能源车等板块中择券,选择正股估值尚可、转股溢价率稍低的品种,注意关注景气度持续时间。
- 2. 消费类转债:** 三季度全国疫情呈现点状散发,不时有地区加强防疫措施,诸多

消费场景受到限制，消费类正股普遍估值不高，可布局部分可选消费板块，以期疫情好转后消费复苏，但消费类转债转股溢价率不低，择券时需注意。

3. **稳增长相关转债**：随着政策推进，金融、地产、建材等板块可能边际好转，即便短期股价难有大的表现，也比较抗跌。转债首推基本面较好的城商行。
4. **周期类转债**：行业景气度回升确定性较高的生猪养殖板块。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点