



招商基金投资策略报告

2021年年度



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1	宏观经济环境	3
1.1	海外市场	3
1.2	国内市场	6
2	大类资产观点	9
2.1	A股市场	9
2.2	债券市场	10
2.3	港股市场	10
2.4	美股市场	11
2.5	原油市场	12
2.6	黄金市场	14
2.7	汇率市场	17
3	股债投资策略	20
3.1	A股投资策略	20
3.2	债券投资策略	21
3.2.1	利率产品	21
3.2.2	信用产品	23
3.2.3	可转债	24

招商基金 2021 年年度投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

疫情引发衰退，政策强力对冲

2020 年是风险资产大起大落的一年，疫情的演绎以及单边的流动性扩张逻辑主导了全球市场；2021 年各国将进入疫后的深度修复期，经济恢复的强度和政策退出节奏之间的博弈将成为主导资产价格波动的主要线索。整体而言，我们认为在美联储采取“适应性”政策导向的情况下，全球流动性扩张的最快阶段虽已过去，但整体仍保持宽松态势，“资产荒”的背景下仍应积极寻找结构性投资机会，同时密切跟踪政策的退坡节奏。

随着疫苗的逐步接种、以及财政刺激政策的施行，欧美各国将逐渐由今年的“K 型复苏”转向全面复苏；从节奏看，受制于欧美疫苗的接种情况，我们认为经济全面恢复的时点更可能在今年下半年，而相应的宽松货币政策退出则将进一步延后，在温和通胀的假设下，全球仍将面临极为宽松的融资条件。回顾去年，得益于极为迅速有力的货币政策，3 月中下旬投资者的恐慌情绪迅速平复，金融市场的融资能力快速恢复，企业通过股权和债券融资等多种方式筹集的资金创历史新高，破产倒闭数量明显少于 2008 年金融危机之后，“疤痕效应”较为有限；另一方面，疫情对于中低收入人群造成了更为明显的冲击，但积极的财政政策有效缓解了这些人群的“断供风险”，美国整体居民收入的增速同比转正，维持了较好的购买力，使得在阶段性的封锁环境下经济活动仍以较为有序的方式得以开展。**展望今年，根据权威机构的预测欧美需待二季度之后才会出现大规模的人群接种，因此线下服务性消费的恢复或需至下半年才会出现，但整体上经济由不均衡的恢复向全面恢复进展仍是大方向；与此同时，由于此次疫情导致的危机期间居民和企业的资产负债表相对良性，在疫后我们认为恢复的路径将较金融危机之后更为迅速。**

从最新的国别数据观察，受疫情防控形势再度恶化影响，欧美诸国的就业和消费数据均出现不同程度下滑；但鉴于疫苗临床结果的超预期数据，乐观的市场情绪开始更多定价疫苗接种之后的全球经济复苏情景；展望全年，疫苗的接种节奏以及病毒传播、变异情况仍需要密切跟踪。去年 12 月开始全球第三波疫情在美欧国家蔓延；英国是首个批准新冠疫苗接种的国家，但近期病毒变异引发疫情再次蔓延，德国、法国、西班牙每日新增确诊病例也出现抬头趋势；美国第三波疫情自 10 月以来一直持续，截至 1 月 2 日，单日新增确诊病例接近 30 万例，当前每日新增病例仍旧还在冲高中，疫情仍在加速恶化。对应到经济基本面上，美国疫情持续蔓延使生产再度受挫，拖累 12 月 PMI 趋弱，失业率再次上升。欧元区在疫情刚刚抬头的 11 月已经重启限制，经济受冲击下滑后 12 月逐渐企稳，PMI 表现超预期，四季度的经济低迷看起来远没有去年早些时候疫情蔓延造成的冲击那么严重。日

本通缩压力不减，11月核心CPI同比下降0.9%，日本央行称物价下行压力或还将持续一段时间。

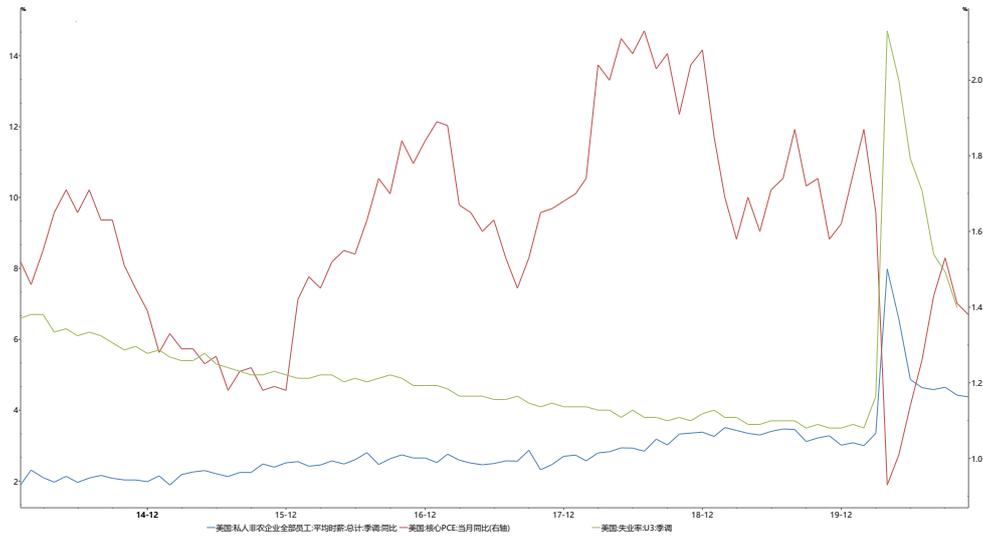
2020年的财政和货币政策的及时、大力度的对冲阻止了金融市场恐慌情绪的快速蔓延，但同时美国持续创新高的政府债务、美联储放水预期下各类资产价格的持续上涨使得贫富差距的进一步拉大，都是这场危机的后遗症。我们认为，美联储在充分吸取上一轮危机的教训上采取的“适应性”政策预期，同时美国疫苗仍需几个季度时间完成60-70%的人群接种，预计在今年美联储难以上调基准利率，释放缩减QE的政策信号更可能在明年才开始释放，整体上市场宽松的融资条件难以在短时间内逆转。财政政策方面，2020年美国共计推出了四轮总规模接近4万亿美元的财政纾困方案，最新达成的9200亿美元的财政刺激方案包含了对美国家庭提供600美元的刺激资金、提供2840亿美元的新发放、可免除的小企业贷款等。得益于民主党在佐治亚州的两场参议员席位决选中的获胜，拜登政府有望以微弱优势夺回参议院的多数席位，这将有助于其在人事任命以及议程推进上的进展，但受限于美国参议院的“冗余议事”程序，在新的财政纾困法案的推出上民主党仍需与共和党斡旋；并且在美国经济恢复缓慢的背景下，民主党主张的增税议题也将面临重重阻力，实施难度较大，整体上我们判断今年美国财政在疫情的倒逼下仍将出台相应刺激措施，但规模将视具体情况而定。

随着拜登最终有惊无险的拿下了总统席位，中美关系是否在拜登任上出现缓和也是今年资本市场关注的议题。我们认为拜登政府上任对于中美关系的长期方向并不会太大的实质性影响，但是其对华策略的具体方式仍与川普政府存在较大差别，在贸易领域，我们认为鉴于拜登反对广泛关税战的立场，其更可能以呼吁建立盟友统一战线利用现有贸易法律制衡中国，并在知识产权、操纵汇率等方面向中国施压；而在科技领域，其将更为强调团结盟友并制定行业标准，以管理高技术的全球使用，并重视知识产权保护；在地缘政治领域，其将着力于重振美国亚太主导地位、恢复和重构盟友关系，并强调增加美国在亚太地区军事部署。在具体的节奏上，我们认为拜登上台初期的重心仍将置于国内，包括采取更为有效的防疫措施、努力落实新一轮的财政刺激计划以重振经济，在对外战略上大概率是采取按兵不动的策略，即在关税问题上维持现状，并在抗议、气候变暖等议题上寻求与中方的合作，因而在其上任初期，中美关系可能迎来缓和的窗口期，但越往后，中美关系的不确定性将重新加大。

2020年美元指数先涨后跌，我们判断今年在美国疫情尚未见到明确拐点前，美元指数整体仍将延续弱势，同时近期欧元区内部的宽松意愿存在边际下降，也间接导致了美元的走弱。在疫情爆发初期，全球金融市场出现大幅震荡，恐慌情绪下美元流动性迅速蒸发，美元指数快速上行；但得益于美联储随后展开的无限量QE以及对于其他央行的货币互换协议的展开，美元溢价开始逐渐恢复正常，随后在美国疫情持续大幅恶化的背景下，美元开始呈现单边下跌态势。我们认为，在拜登上台之后，美国的抗疫形势以及疫苗接种速度有望加快，这将有助于美元见到中期底部，但从时点上看更可能出现在今年下半年。得益于国内有利的抗疫形势和经济基本面的复苏，人民币汇率在去年5月之后开始大幅补涨，近期已经突破6.5的重要关口；10月，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0，并表示下一步将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水

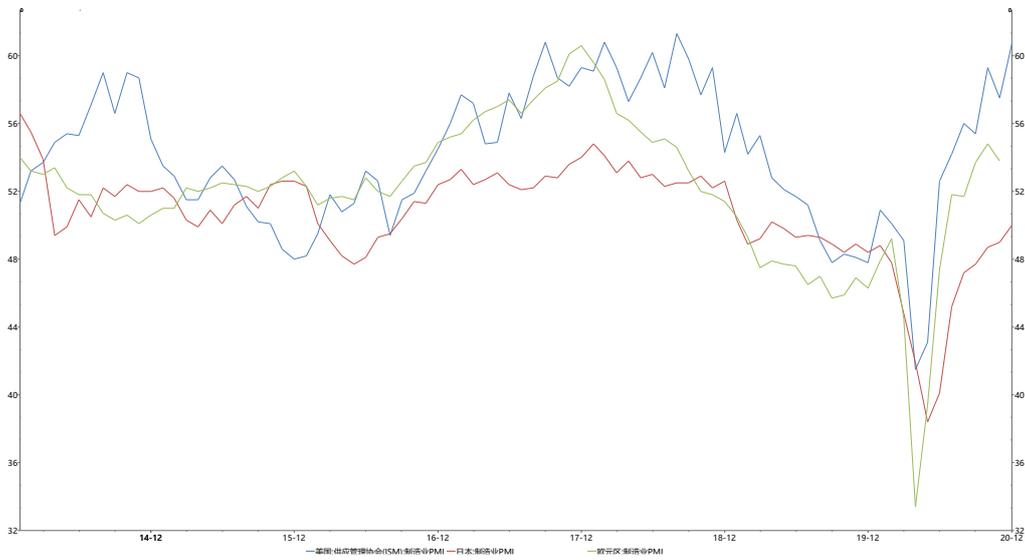
平上的基本稳定。

图：2020年美国失业率在年初快速上行后缓慢回落，平均时薪先增后跌，核心PCE大跌后持续回升



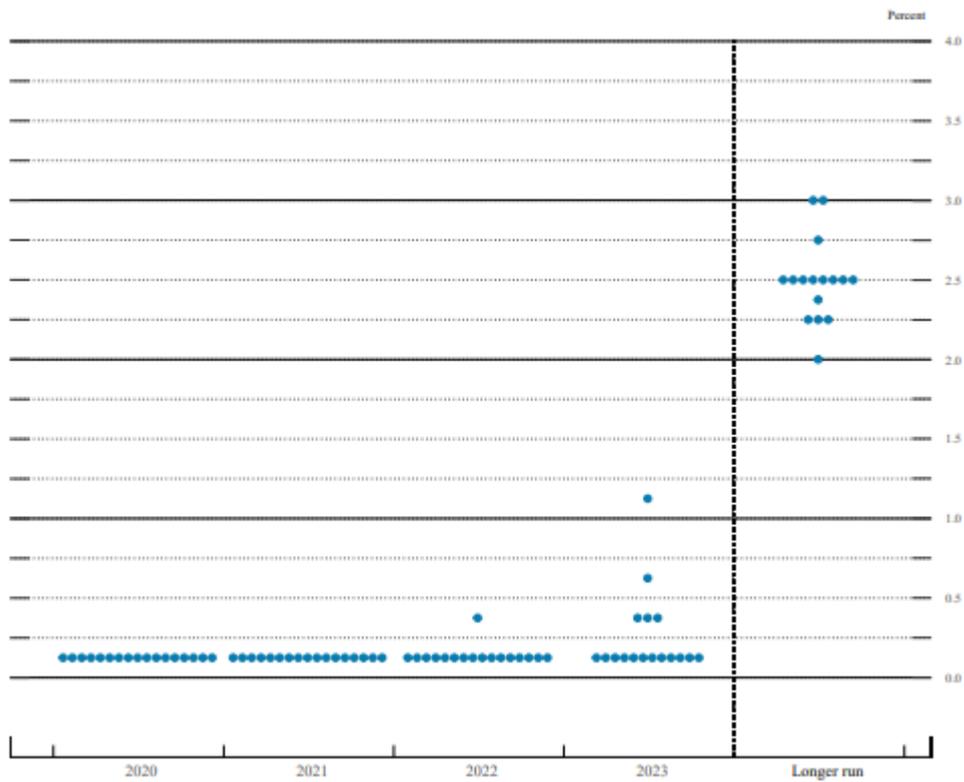
数据来源：Wind，招商基金

图：2020年美日欧制造业PMI3月初大幅下跌后持续回升，回升速度美国快于欧洲快于日本



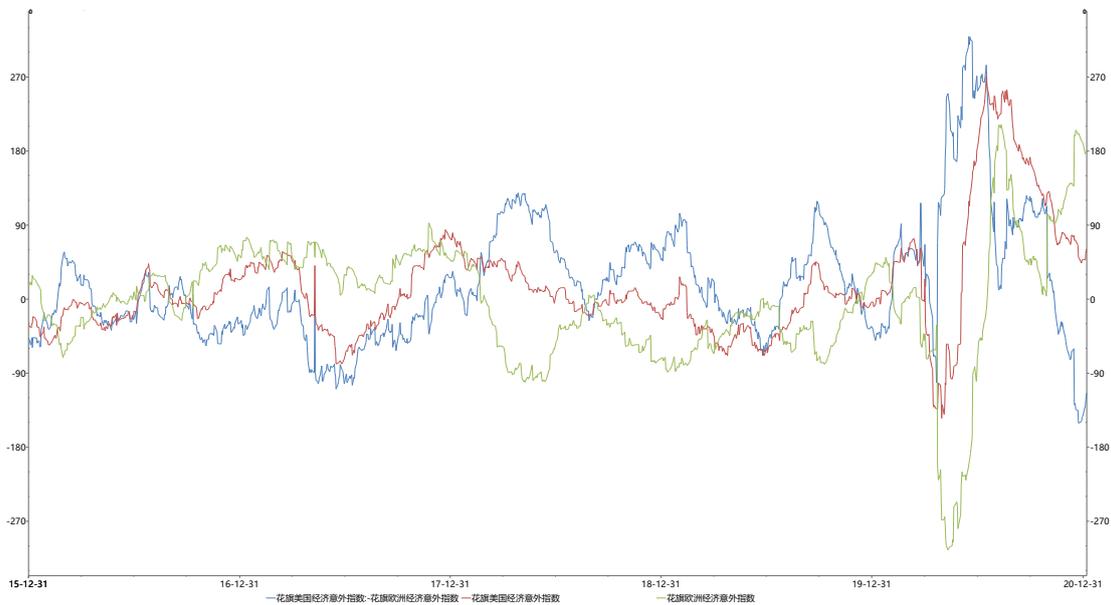
数据来源：Wind，招商基金

图：美联储最新点阵图显示首次加息将延后至2023年后



数据来源：Wind，招商基金

图：花旗经济意外指数显示近期欧洲的经济数据更好于预期



数据来源：Wind，招商基金

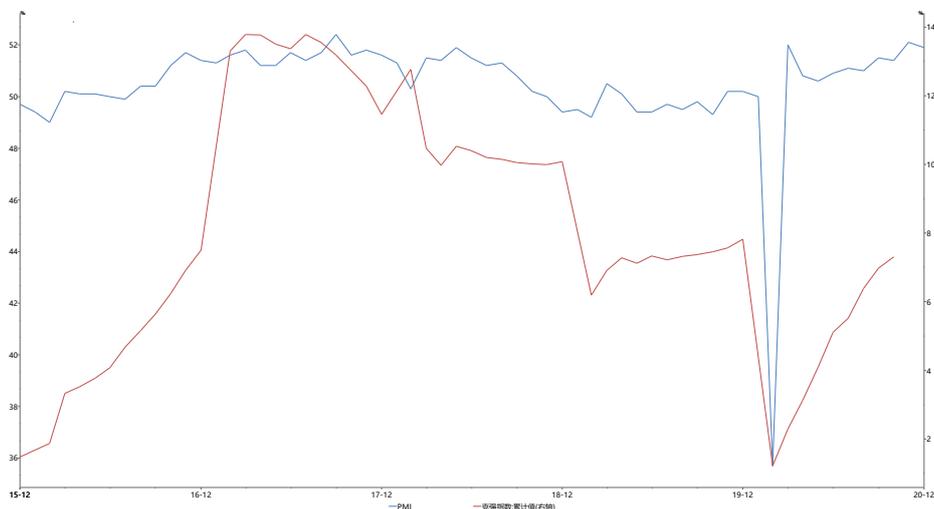
1.2 国内市场

国内：疫后修复加速，政策回归中性

从国内而言，2020年得益于流动性的宽松以及国内有效的抗疫形势，地产投资和出口部门是主要的经济拉动力量，制造业和消费表现相对较弱。我们认为今年地产投资和出口或均呈现前高后低的走势，而制造业和消费部门的恢复情况将成为全年经济整体恢复强度的关键；一方面，地产商受制于“三条红线”，将适度加快新开工和存量项目的结转，这在当期有助于维持地产后周期和投资增速的增长，但由于房企放缓拿地、将对中期的地产链形成压力，在去年8月之后我们已经观察到土地一级市场溢价率的走低以及拿地增速的减缓；另一方面，如前所述，由于欧美的生产需待今年下半年开始才可逐渐恢复，此前的需求韧性将继续由疫情防控形势稳定的中国等东亚地区承接，因此自去年下半年以来的出口高增长态势预计仍将延续；与此同时，随着下游订单的持续好转以及企业利润的恢复，企业资本开支是否在今年得以恢复值得期待，此外，部分酒店休闲等线下接触性消费的强度较疫情前仍有恢复空间，这部分也是未来拉动经济增长的主要来源之一。**整体上，经济的恢复力量逐渐由逆周期力量转向顺周期，关注的重点在于恢复的强度以及持续性；今年的社融增速较今年会有小个位数的下滑，但是从历史经验来看，历次实体经济的拐点往往滞后于信用扩张周期的拐点在2-4个季度不等，而且此次经济恢复并不完全依赖于杠杆扩张的地产基建等部门，因此我们预计经济上行期可能会延续更久。**

从政策角度而言，国内将继续在稳增长和防风险之间寻求微妙平衡，今年杠杆率以稳为主，政策退出的节奏明显更快。鉴于2020年11月永煤债违约对于信用债的市场情绪造成了较大冲击，中国央行在11月底投放2000亿MLF并于12月中旬超量续作，显示对于市场流动性平稳的维护以及对于债市过量紧缩预期的修正。中央经济工作会议定调今年宏观政策的“连续性、稳定性、可持续性”的特征，对于整体政策继续缓退坡、慢减量市场并未有太大分歧，但在具体实施的力度和节奏上仍需结合国内外的形势综合判断。**我们认为，在海外疫情仍有较大反复、国内经济恢复仍不均衡以及全球主要央行继续维持超量宽松政策之下，未来一个季度央行政策继续保持中性的概率较大；而财政政策方面，今年3.6%的狭义赤字率将回归常态，疫情期间一些非常规的支持政策也将面临退出，但在保持适度支出强度的定调之下，预计赤字率和专项债额度将较去年小幅回落。**

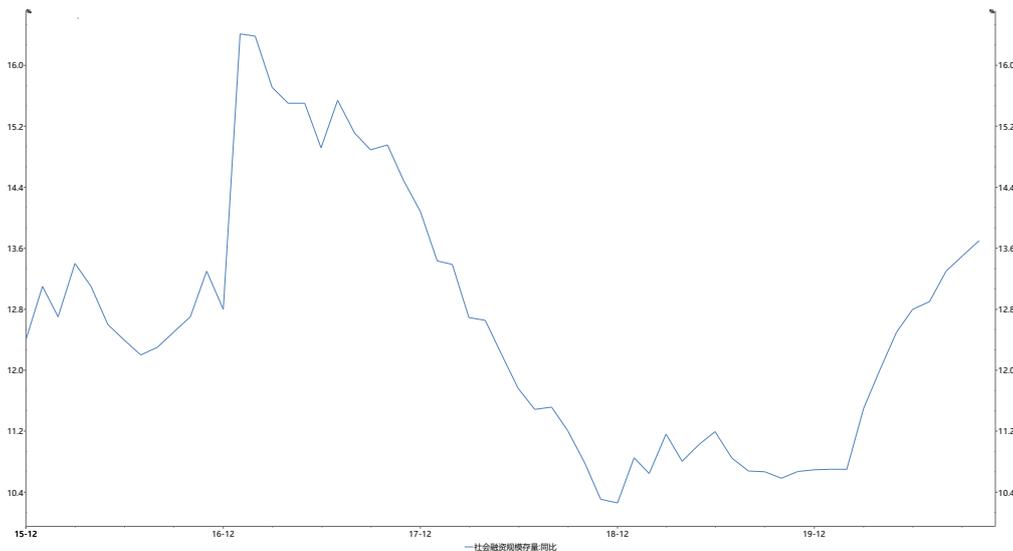
图：2020年制造业PMI和克强指数均现走平



数据来源：Wind，招商基金

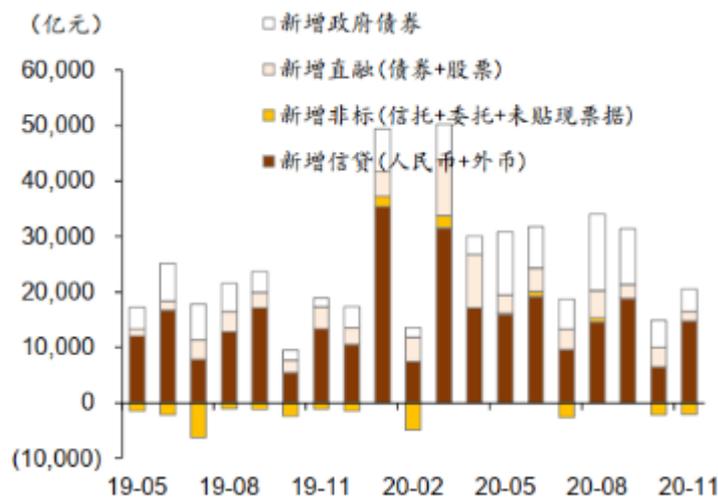
在疫情期间央行连续数次进行降准降息并推出针对小微企业的低息贷款和延期还本付息政策，同时狭义财政赤字率进一步增加至 3.6%，叠加专项债的超量发行，政府融资成为社融增速的主要动力之一；而在 5 月之后，随着宏观经济的持续恢复，企业内生的融资需求进一步强化，使得企业中长期贷款持续保持韧性；得益于流动性的宽松，地产相关贷款在疫情之后迅速恢复。整体来看，2020 年存量社融增速进一步加快至 13% 左右，而展望今年，随着赤字率进一步回归中性、叠加对于涉房贷款的监管趋严，增长中枢或回落至 11%。

图：2020 年存量社融增速进一步加快至 13% 左右，今年增长中枢或回落至 11%



数据来源：Wind，招商基金

图：去年以来，企业中长期信贷较去年改善，居民房贷仍保持韧性，非标融资集中面临压降

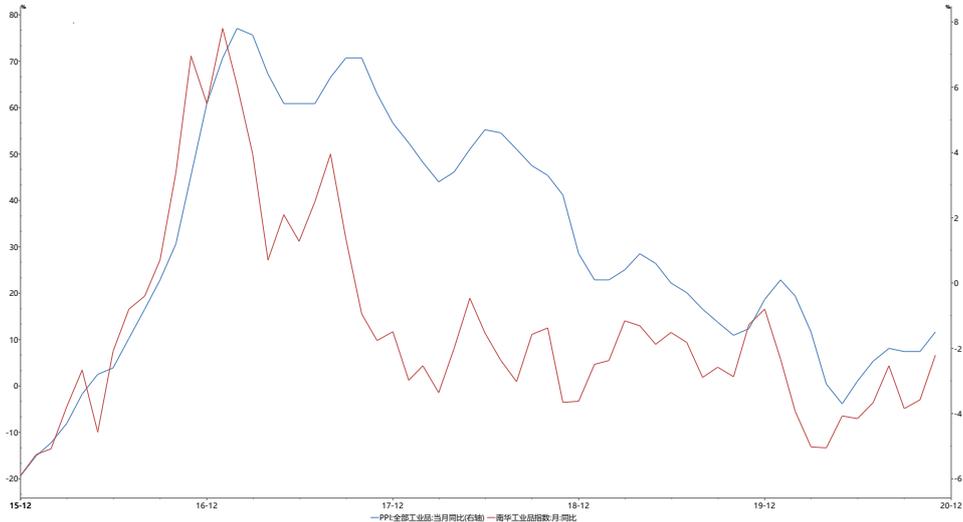


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

通胀数据继续分化收敛的特征，但 CPI 和 PPI 后续走势的差异或将拉大。2020 年，受益于猪周期的见顶回落，食品项拖累 CPI 同比读数出现明显下行；而 PPI 在年初受到大宗商品价格暴跌的影响，呈现深度负增，但随

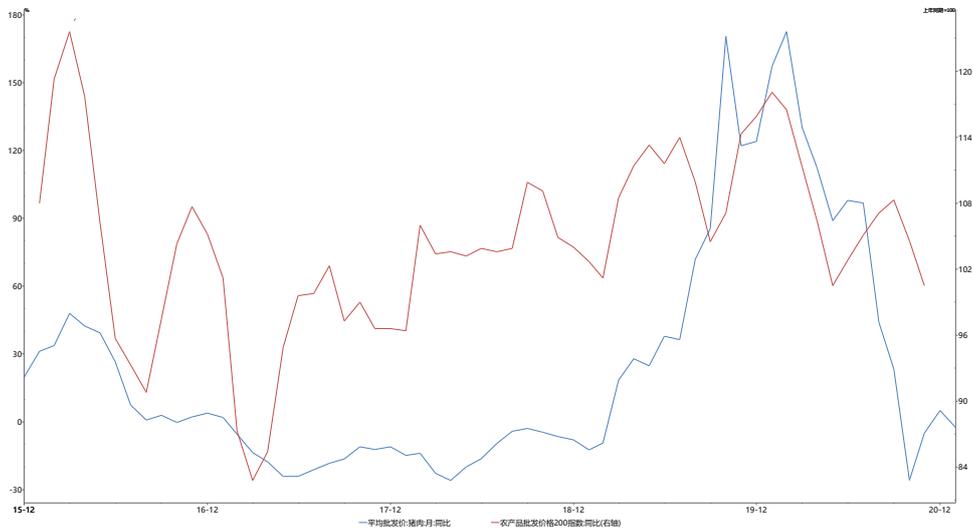
后随着全球需求的恢复，以铜铝为代表的大宗商品开始逐渐上行，带动 PPI 同比见底回升。展望今年，我们认为全年 PPI 上行的态势仍将维持，而在猪价逐渐回暖的背景下，CPI 整体以稳为主。整体上，价格因素对于货币政策的掣肘相对有限。

图：2020 年 PPI 同比先跌后涨



数据来源：Wind，招商基金

图：2020 年猪周期见顶回落后，CPI 同比读数持续下行



数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

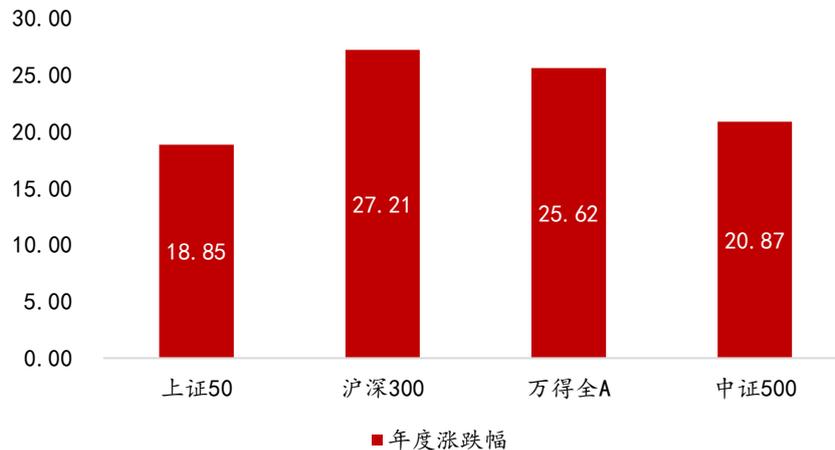
2.1 A 股市场

2020 年市场回顾：股市先跌后涨，债市先涨后跌

全年以疫情发生和政策应对为界，呈现股债翘翘板效应；在 1 月疫情发生至 3 月基本受控前，股市大幅波动、震荡下跌，债市则受益于货币政策的宽松和避险情绪的发酵，延续 2019 年的良好势头持续向上。但从二季度开始，

伴随国内有效的抗疫形势以及良好的经济恢复节奏，股市开始震荡回升，并在7月中旬出现加速迹象，但随后转入震荡，以新能源车、白酒等结构性行情为主。主要股指包括万得全A、沪深300、上证50、中证500的涨跌幅度分别为25.62%、27.21%、18.85%、20.87%。

图：2020年全年主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

回顾2020年，全年10年期国债收益率的波动区间在2.4%至3.3%之间，长端利率和短端利率整体呈现先跌后涨的态势，期限利差小幅走阔，信用利差大幅波动。年初的上涨态势一直延续至5月末，伴随央行在公开市场上持续回收流动性，并停止调降逆回购利率，LPR报价连续数月维持不变，前期对于经济的悲观情绪开始修复，尤其是出口、地产等部门的持续超预期，使得国内经济的恢复势头保持强劲，债市收益率持续上行；至11月，受永煤债违约事件的影响，央行在市场超预期投放流动性，以缓和债市的恐慌情绪，叠加中央经济工作会议“不急转弯”的定调，债市在年末出现一波交易性机会。

展望未来，我们认为下半年债市机会或会较为明显。一方面，上半年货币政策仍将继续回归常态，总量货币政策从“灵活”转向“适度”，强调“精准导向”，同时央行重提“总闸门”，全年社融和信贷增速将有一定下行。另一方面，全球经济的复苏斜率有望在二季度进一步加快，海外利率的上行将令国内债市承压，同时外需的韧性也有助于国内经济进一步走强。与此同时，伴随前期流动性收紧以及汇率大幅升值带来的信用紧缩效应的逐步显现，2021年金融监管或加强，包括前期已出台的地产“三条红线”、银行房贷集中度管理等措施的负面影响或在下半年开始滞后显现，国内经济或重新面临一定下行压力，届时债市的交易性机会也将出现。

2.3 港股市场

2020年，港股表现相对弱于A股和美股，主要是由于中美之间的博弈、全球疫情二次爆发等影响了外资对于港股的风险偏好。2020年以来，港股市场中成长股与价值股表现明显背离，科技、医药和非必须消费类指数大幅

领涨，价值类指数明显回落（恒生资讯科技指数上涨 64.2%、恒生医疗保健业上涨 43.7%、恒生非必需性消费业上涨 32.3%、恒生能源业下跌 33.5%、恒生地产建筑业下跌 17.5%、恒生金融业下跌 10.2%）。2020 年年初全球疫情爆发，各国央行纷纷采取降息和财政刺激进行应对，港股科技和医药行业收益于流动性的宽松和疫情带来的业绩增长在 2020 年走出了不错的行情，而和经济紧密相关的金融周期却表现平平。除了外资，南向资金加速抄底港股，港股通累计净流入的金额高达 3000 亿人民币，并且逐步增配新经济类股票。相较于 2019 年的持仓情况而言，2020 年南下资金在资讯科技业和必需性消费行业持仓占比提升明显，在医疗保健行业持仓水平最高。

展望 2021 年，我们认为，随着美国总统正式换届、中美摩擦逐渐缓和、全球流动性保持充裕、新冠疫苗问世、美国财政刺激落地，海内外经济修复有望实现共振。市场焦点重新回到经济修复和盈利上涨中。受益于盈利回升，恒生指数有望继续震荡上行。货币政策方面，2021 年国内流动性环境大概率不如 2020 年宽松，以高质量发展为长期目标，不搞大水漫灌，同时促进宏观杠杆率保持稳定，防范金融风险。海外流动性总量持续宽松，美联储“宽货币”政策并不会转向，将继续使用所有工具支持美国经济，并将延续当前购债节奏。其次，欧洲、日本、英国等主要经济体也是债台高筑，各大央行仍会维持流动性总量充裕，在通胀和经济没有明显企稳前，缺乏收紧货币基础。

主要的风险点在于：1) 中美谈判进程和全球贸易的不确定性；2) 疫情在全球范围出现大规模复发；3) 疫苗问世时间较晚效果不及预期；4) 人民币汇率波动；5) 美国财政政策不及预期。

配置方面，我们看好：1) 在国内经济复苏延续性强而海外需求渐进修复的情况下，出口产业链将维持高景气，重点关注具有可持续性替代优势的出口细分行业；2) 看好兼具周期盈利弹性和科技创新成长属性的先进制造业龙头，如光伏、精密机械、新能源等。该板块一方面主要受益于资本开支恢复以及主动补库存，另一方面，制造业升级具备成长性是国内构建内循环的受益者；3) TMT 的软件板块中，看好 SaaS 业务的长期发展。同时，关注硬件中半导体产业链以及消费电子的配置机会；4) 在医保谈判落地后，持续看好创新药以及 CXO 领域发展，同时重点关注医疗服务未来的成长空间；5) 看好国内消费升级主题，如新能源汽车产业链、智能家居等；6) 在香港二次上市的稀缺新经济龙头。

2.4 美股市场

2020 年全年，标普 500 累计上涨 16%，道指累计上涨 7.2%，纳指上涨近 44%，纳指创 2009 年以来最佳年度表现。标普和纳指创 1998 年和 1999 年互联网泡沫以来最大的两年累计涨幅，道指创 2017 年以来最佳两年涨幅。

虽然新冠肺炎疫情重创了经济，3 月全球股市大跌，但此后强劲反弹，这要归功于各国政府和央行支持经济的行动，它们激励投资者关注经济增长的前景，而不是经济受创的现状。具体来看：（1）美股市场在 3 月出现四次熔断，因新冠疫情和国际油价崩盘，美股标普 500 指数分别在 3 月 9 日、12 日、16 日及 18 日下跌逾 7%，触发熔断机制，令当日美股暂停交易 15 分钟。（2）为了应对市场不稳，美联储推出了零利率、重启量化宽松（QE）等一系列刺激措施，更于 3 月 23 日宣布将不设上限按需买入美国国债及按揭抵押证券，意即启动「无限 QE」救市。救市

方案推出后美股市场逐步回稳，8月已回升至3月前的水平。（3）11月，美股受新型肺炎疫苗接种成效显著的好消息带动，三大指数齐创历史新高，市场情绪炽热。（4）签署了《外国公司问责法案》，限制中企在美上市。该法案生效从某种程度将加快中概股回国上市的进程。

展望 2021 年的美股市场，在 2021 年一二季度大规模疫苗接种推动复工逐步修复、叠加当前依然稳健的消费需求、处于低位的库存水平带来补库动力、新一轮财政刺激生效、以及美联储维持更长时间的宽松姿态，都将为未来增长修复提供支撑，形成一个需求强、供给升、库存低的共振，以需求拉动生产的局面。因此，我们静态测算标普 500 指数 19% 的盈利修复叠加 10% 的估值消化，对应 7% 的指数空间。

从盈利来看，与 2020 年相比，标普 500 指数成分股公司 2021 年的盈利将增长约 23%。科技股在标普 500 指数中的权重目前为 28%，较 1990 年以来的历史平均水平高出 10 个百分点以上。市场集中度上升一直是投资者的一大担忧。但是，我们需要注意：首先基本面状况和集中度都远好于当时，截止三季度末，美股龙头股 FAAMNG 的收入、盈利和经营性现金流占标普 500 比例分别为 9%、23% 和 13%，不仅远高于科技泡沫时龙头股的占比，趋势上也是持续上行的，相比之下科技泡沫前龙头股基本面各项指标占比已经开始逐步下行；其次，市值占比更高可能也更多反应了头部集中效应，龙头股具有强劲的基本面支撑因素，吸引了市场中的主要资金。因此，简单的市值占比的对比并不能真实反映市场全貌；最后当前估值水平远低于科技泡沫。美联储为了应对此次疫情冲击采取的大规模流动性投放的确起到了助推估值的作用，但还远没到 2000 年科技泡沫时的泡沫程度。

从配置上来看，未来相当长时间内美联储将不会加息，美债收益率曲线将趋于陡峭，与经济相适应的货币政策会令美元继续贬值，商品价格将会回升，价值板块及信贷市场能有不俗表现。应配置更多周期性股、价值板块，谨慎对待银行、房地产等利率敏感资产，同时具有长期结构性优势的成长股也可持有。

另外值得注意的是拜登的政策主张将会对美股产生的影响。拜登的政策主张包括两类（1）通过大规模财政支出（含新能源和基建）刺激经济，并利用加税、医保、加强监管等其他政策手段缩窄贫富差距，同时提出振兴制造业；（2）强调重塑美国全球领导力，修补并重新重视与传统盟友的关系，一定程度上扭转过去四年美国的战略收缩进程。可能受益的行业包括新能源、医疗保健、公用事业、工业、原材料；而制药、能源和金融或相对受损。

需要关注的风险，住院和死亡人数远超市场预期，然后引发更多封锁措施和经济停摆，同时新一轮财政刺激缺席，可能会造成短期的市场动荡。此外，疫苗有效性低于预期，或者分发规模不及预期，也是潜在的风险因素，不过市场有信心医疗研发方面能有突破。

2.5 原油市场

2020 年原油市场行情回顾：

2020 年在疫情的冲击之下，原油市场剧烈波动，油价走势跌宕起伏。2020 年上半年受到新冠疫情冲击叠加原油市场的“价格战”，原油市场持续大幅下挫，WTI 原油从年初最高 65.6 美元/桶，在四月下旬一度跌至 6.5 美元/桶，并且由于库存临近上限、原油合约发生逼仓而出现了历史罕见的“负油价”。而在 5 月份以后随着产油国新一

轮减产以及疫情缓和下需求逐渐回升，原油的供需平衡逐渐开始修复、油价从低位开始反弹。虽然在美国大选和美元短期反弹的影响下油价出现一定回调，但受疫苗接种和新一轮经济刺激计划等利好影响下油价在年底再度回升。

2020 年的原油市场行情主要可以分为四个阶段：1、首先是 1-4 月份由于疫情冲击导致原油价格大幅下跌。年初受美伊军事冲突的影响原油市场出现短暂的反弹，但由于疫情随后在全球范围内大规模爆发、全球主要发达国家和经济体纷纷进入居家隔离状态、经济活动受到冲击，4 月份全球石油需求同比出现 2200 万桶/日的下滑。并且由于原油库存容量逐渐逼近上限，美原油合约出现逼仓、进而出现罕见的“负油价”，美原油最低出现了-40.32 美元/桶的价格；2、随后在 5-8 月原油市场出现反弹。在疫情冲击下各国央行推出了极度宽松的货币政策和大规模财政刺激计划，市场上的恐慌情绪得到缓解。同时 OPEC+产油国推进减产计划、美国原油产量也开始下降，并且在进入夏季后全球疫情得到一定缓和与控制，需求端逐渐修复，油价开始阶段性反弹；3、9-11 月，由于北半球夏季消费高峰结束、需求恢复出现一定瓶颈，而对需求前景的乐观预期转向对第二波疫情冲击的担忧，油价出现波动下行；4、11-12 月原油市场重新上涨。11 月初辉瑞和 BionTech 公布的疫苗临床三期结果显示非常高的有效性，原油市场信心明显恢复，并且随着美国大选尘埃落定、市场风险偏好回升，油价重新开始上行。

图：2020 年 WTI 美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2021 年原油市场行情展望：

展望 2021 年，疫苗在全球范围内逐步大范围接种将减缓疫情对经济和原油市场的负面影响，市场风险偏好整体将持续回升。而在 OPEC+减产以及原油需求的回暖推动下，全球原油市场有望持续去库存，并进一步修复供需平衡，从宏观逻辑以及原油供需两方面共同支撑油价进一步上行，而风险点则在于疫苗大规模接种后的效果是否符合市场预期，若不及预期则可能对油价上行产生抑制效果。从全球经济来看，尽管疫情的不断反复仍可能对经济修复产生冲击，但疫苗的大规模接种将减缓疫情对于经济的冲击，疫苗将成为推动需求恢复的重要因素。从接种节奏上来看目前主要发达国家的疫苗接种计划基本有序进行中，明年一季度几乎所有的欧美国家可能均启动接种，明年

上半年美国可能实现全民接种，年底欧洲和日本可能实现全民接种，疫苗接种进展积极将推动明年原油需求明显好转。从供给端来看，随着需求逐步恢复，2021年OPEC+可能在减产框架下进行供给的上调，并且美国页岩油也将进一步复苏，页岩油行业景气度持续提升，供给端将有所抬升。对于原油库存，OPEC+的减产计划以及原油需求的边际修复将带动全球原油市场持续去库存，并且目前无论海上原油库存、OECD库存还是美国和中国等主要国家的原油库存量仍然偏高，预计2021年全球原油市场的去库存有望延续。在油价方面，2021年预计油价将震荡向上，全年WTI原油价格将在40-60美元/桶区间波动。

2.6 黄金市场

2021年金价将继续处于通胀预期抬升，美元长期下行背景下的慢牛通道

2020年金价走势回顾：

2020年COMEX黄金价格起步于1531.6美元/盎司，12月31日收报1901.6美元/盎司，总体呈现震荡上升格局，全年累计涨幅24.2%，在商品中涨幅居前。8月6日曾高达2075.2美元/盎司，刷新记录高位，相比年初增长35.5%。全年金价历经持续上涨、震荡回落与反弹回升：

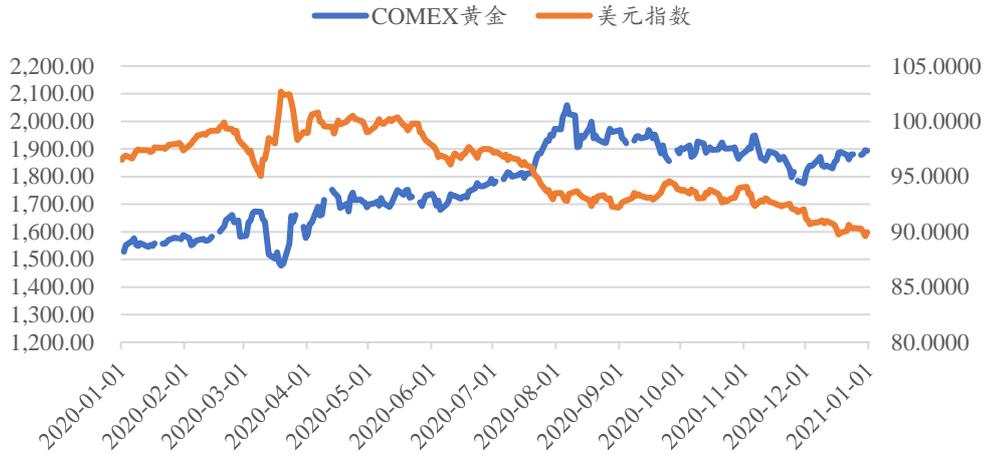
第一阶段为年初至8月上旬，金价总体持续上行，期间经历阶段性的跳水反弹，期间从1531.6美元/盎司涨35.5%至2075.2美元/盎司。节奏上，年初金价延续前期强势，3月中旬市场流动性危机冲击黄金，随后快速修复回涨，7月末至8月初金价表现优异大幅攀升。本阶段提振金价的主导因素一是前期全球经济疲软叠加疫情爆发雪上加霜，地缘政治风险频发带来不确定性，投资者避险情绪升温，黄金扮演避险资产的角色；二是全球主要经济体实行财政刺激措施，货币当局释放大量流动性，低国债实际收益率支撑黄金高位增长，黄金作为保值资产倍受青睐；三是美国相对于欧洲疫情防控不力，美国政府债务高企，市场对美元的信心减弱，美元指数低迷导致以美元计价的黄金上涨。

第二阶段为8月中旬至11月，金价掉头回落、高位震荡，跌14.2%至1780美元/盎司。该阶段金价盘整的核心驱动为前期上涨的逻辑反转，一是疫苗进展利好消息与全球经济复苏明朗化提振市场信心，投资者风险偏好攀升；二是因经济刺激政策几近尾声与流动性宽松边际收紧，导致通胀预期减弱与名义收益率反弹，持有黄金的机会成本上行；三是美元指数9月出现反弹，美元资产避险属性增强吸引力提升。

第三阶段为12月至年末，金价阶段性止跌反弹6.8%至1901.6美元/盎司。该阶段触发金价上涨的因素改善，一是冬季欧美疫情抬头与病毒变异，经济前景笼罩不确定性导致修复延缓，中美摩擦超预期，市场动荡提振黄金避险；二是全球宽松基调持续，拜登政府财政刺激抬升通胀预期，实际利率下行带动黄金强势反弹。

全年来看，金价与美元仍呈现较为明显的负相关走势，疫情反复带来的美国政策节奏变化（包括美联储放水和美国大规模财政刺激）是影响黄金全年走势的核心逻辑。

图：2020 年金价与美元走势



数据来源：Wind、招商基金

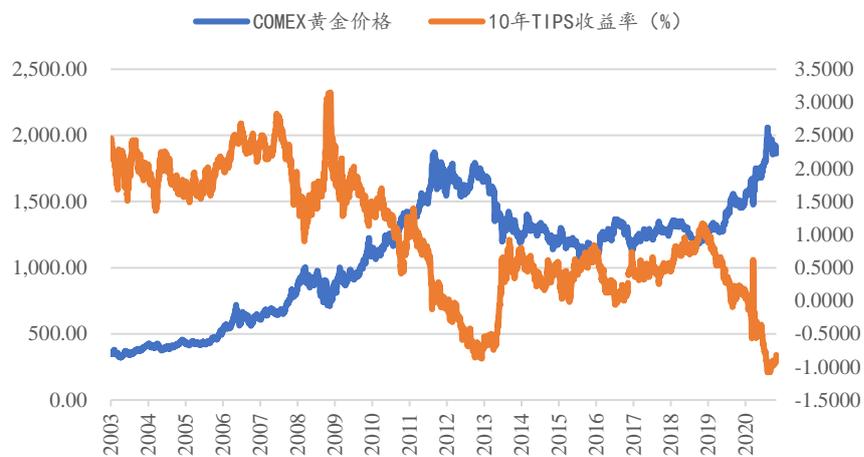
2021 年金价走势展望：

我们认为明年金价将继续处于通胀预期抬升，美元长期下行背景下的慢牛通道。但整体来看 2021 年上行幅度有限。根据我们分析，黄金的两个强相关变量分别是实际利率与美国的双赤字规模。前者对应实物资产在实际利率下行环境下的天然吸引力，后者则对应“美元广义信用”下跌后黄金配置价值提升。

实际利率视角分析

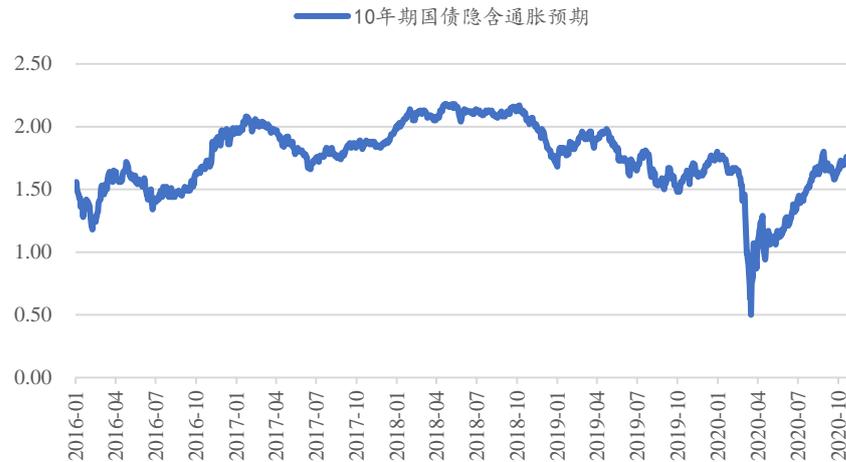
从实际利率看，当前美国 10 年期国债收益率隐含通胀预期已达 2%（10 年国债收益率 0.93%，10 年期 TIPS 收益率-1.06%），我们认为已基本定价明年通胀预期。伴随明年通胀和名义收益率同步上行，国债实际收益率进一步下行的空间十分有限。对应全年金价没有上行空间。但 1 季度可能因通胀预期走高而出现阶段性行情。

图：黄金价格和实际收益率的走势高度负相关



数据来源：Wind、招商基金

图：当前国债收益率已隐含 2% 的通胀预期



数据来源：Wind、招商基金

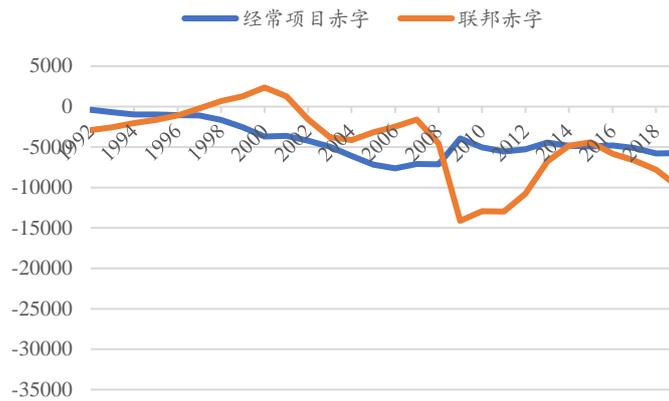
双赤字视角分析

美国选举结果

美国财政赤字规模与国会选举结果密不可分。国会方面，众议院选举结果已基本确认，民主党将在 2021-2022 年间继续作为多数党执政。参议院方面，当前共和党以 50:48 占据席位领先，仍需等待 1 月 5 日佐治亚州的两场二轮选举（首轮选举人候选人得票率均未超过 50%，根据州法律规定需进行二轮选举）方可最终确认结果。根据目前民调结果，共和党在两场二轮选举中至少胜出一场的可能性较大，则共和党可确认多数党席位。综上，2021 年美国政治大概率将呈现拜登主政，国会两院分立的割裂格局。在此格局下，明年美国全年的财政主线大概率将是本轮 9000 亿美元刺激方案的延续。

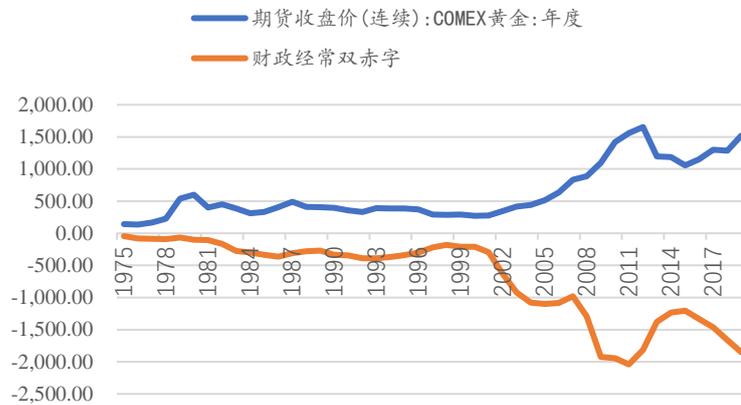
从双赤字规模来看，今年为对抗新冠疫情美国政府进行了大量开支，2020 财年的赤字规模升至 3.13 万亿美元，同比上升 217%。根据美国财政部 9 月最新测算，2021 年财年预计的赤字规模 1.08 万亿美元（中性测算），如果考虑 9000 亿美元新增财政刺激规模，则赤字规模最高不超过 20000 亿美元。整体考虑潜在财政刺激方案和明年因全球生产修复可能上升的经常项赤字，双赤字规模预计较难超过 2020 年水平，同样对应 2021 黄金上行幅度有限。

图：经常项目赤字与联邦赤字变化（亿美元）



数据来源：Wind、招商基金

图：黄金价格走势与美国“双赤字规模”负相关（十亿美元）



数据来源：Wind、招商基金

2021 年金价及金银比走势展望

整体来看，我们预计全年金价难以大幅上行，但 2021 年 1 季度可能因通胀预期走高而出现阶段性强势行情，全年来看难以持续。贵金属方面，相对黄金，白银可能呈现更强的相对走势，金银比将在 2021 年继续下行。主因同样是白银具有更强的工业属性，在经济复苏背景下表现更强，且其在新能源、5G 等领域均有广泛应用，符合当前产业趋势。近年来，电子、电池和新能源带来的白银需求增量对白银工业总需求增量的贡献率逐年升高。

从实际利率看，当前美国 10 年期国债收益率隐含通胀预期已达 2%（10 年期国债收益率 0.93%，10 年期 TIPS 收益率-1.06%），我们认为已基本定价明年通胀预期。伴随明年通胀和名义收益率同步上行，国债实际收益率进一步下行的空间十分有限。对应全年金价没有上行空间。但 1 季度可能因通胀预期走高而出现阶段性行情。

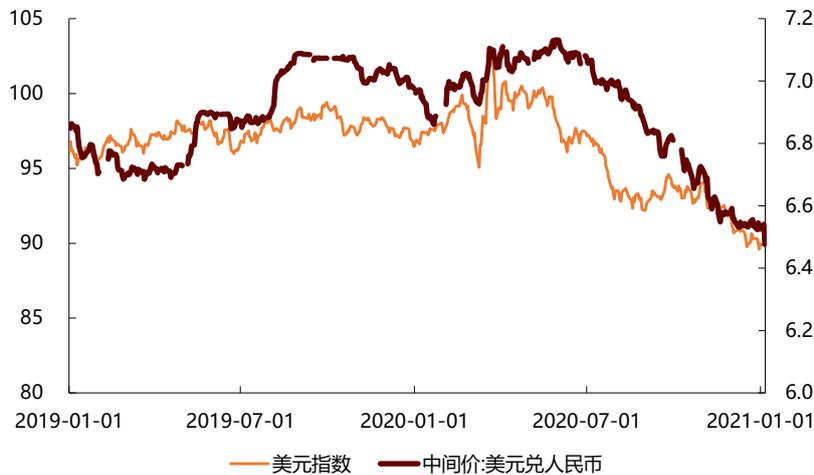
2.7 汇率市场

2021 年预计美元指数走弱的可能性较大

2020 年汇率走势回顾：人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱。

在 2020 年，人民币汇率的走强和美元指数的走弱与新冠疫情有着密切的关系。从中国方面来看，较好的疫情管控使得中国的经济恢复情况明显好于其他国家。从美国方面来看，疫情的反复以及疫情较差的控制情况，使得美国的经济受到了较大的打击。而财政政策和货币的政策配合，使得美国经济产生了一定的回升，但潜在的释放了较多的美元，美元的供求关系打破，使得美元指数疲弱。在疲弱的美元指数的带动下，人民币汇率出现了上升，而从市场的供给需求情况来看，中国较好的经济发展使得世界各国对于中国经济的认可程度提升，人民币汇率进一步上行。新冠疫情下的不同国家的不同应对政策，是汇率波动的主要原因，而经济的发展情况决定了外汇市场的供给需求情况，进一步加强了汇率的波动情况。

图：2020 年人民币汇率大幅走强，美元指数大幅走弱



数据来源：Wind、招商基金

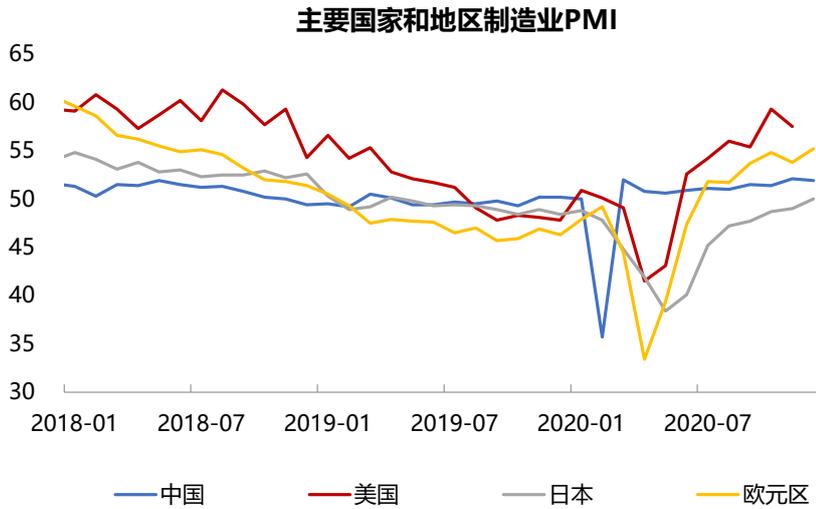
2021 年汇率走势展望：预计美元指数走弱的可能性较大。

从经济发展的指标情况来看，在 12 月的 PMI 数据中，中国的经济发展情况较为强势，PMI 指数为 51.9，连续 10 个月位于荣枯线以上。美国和欧洲的 PMI 数据都处于荣枯线以上。预计在 2021 年的二季度，中国、欧元区、美国的经济都将会迎来较好的恢复。因此，从市场的供给需求情况来看，支撑人民币汇率升值的需求因素将短期消失，美元指数的走势将是较大的影响变量。

从美国的经济本身情况来看，美国目前的失业率依旧高于疫情前，失业率较高的职业主要集中在低收入的岗位。从工资增速上可以看到，大量的低收入的工作岗位消失了。而这一点，将会不利于美国经济的恢复。从经济的推动因素上来看，当前美国经济的主要推动因素来自政府层面的负债率的提升。居民端的负债率不高，低利率的环境使得房产等资产的涨幅较高。预计未来的经济恢复还是依靠政府的刺激为主。因而，美元指数预计在 2021 年将呈现出一个疲弱的走势。

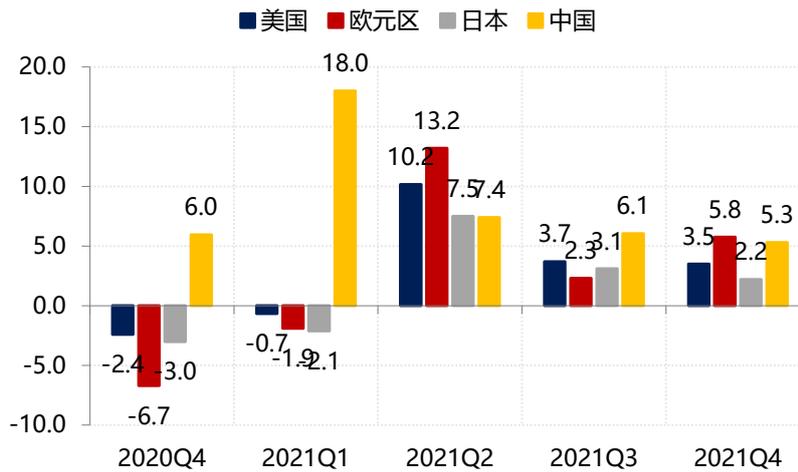
综上所述，预计在 2021 年，美元指数走弱的可能性较大。

图： 2020年12月，中国PMI达51.9，连续10个月位于荣枯线以上



数据来源：Wind、招商基金

图： 彭博主要国家 GDP 同比预测值



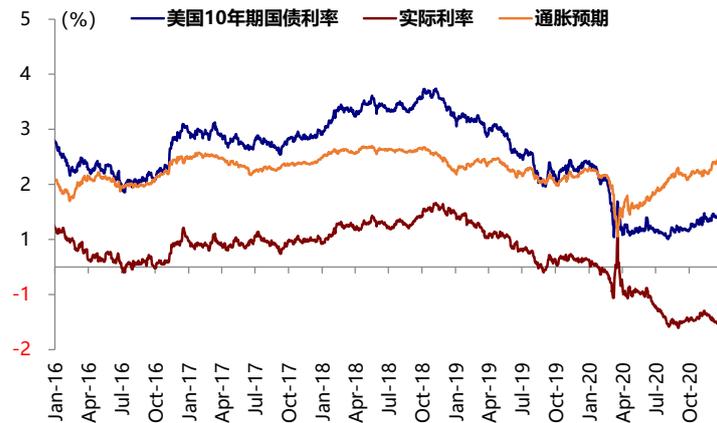
数据来源：Wind、招商基金

图： 美国的失业率和工资同比增速情况



数据来源：Wind、招商基金

图：美国的利率和通胀预期情况



数据来源：Wind、招商基金

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

2020 年市场回顾：板块分化严重，休闲服务、电气设备和食品饮料涨幅居前，地产、通信和建筑装饰跌幅居前

2020 年，上证综指上涨 13.9%，深证成指上涨 38.7%，中小板指上涨 43.9%，创业板指上涨 65%。

回顾全年行情，去年的行情整体呈现出流动性驱动的特征，尤其是在疫情爆发后的二三季度，但自 7 月中旬之后，市场大势呈现震荡攀升态势，但结构性机会仍相对较多，主线开始更多的转向受益于宏观经济复苏的品种，包括汽车、白酒、银行等均有阶段性的投资机会。

图：2020 年行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

A 股走向判断：短期受外部资金流入支撑，中期性价比下降

短期而言，我们认为一季度指数仍有一定上行空间。一方面，在海外风险缓释，外资回流及国内经济复苏持续的背景下，宏观背景仍相对支撑；另一方面，在连续两年的基金赚钱效应下，同时叠加资管新规到期、破刚兑的背景，居民资产配置向权益类转移的趋势有望提速，在宏观流动性维持中性的情况下，市场资金面仍相对积极。**从中期的角度而言，当前主要宽基指数的估值都已经修复至历史分位数上沿，权益资产的性价比有所下降，更需精选板块及个股。**从当前的估值水平看，截至 12 月 25 日，Wind 全 A（剔除金融石油石化）指数、沪深 300 指数、中证 500 指数的 PE（按过去四个季度业绩计算）估值水平分别处于 2005 年至今的 72%、71%、26% 分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2020/12/25	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位 (2005年以来)															
					百分位	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%					
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	22.8	58.2	11.5	19.7	75%														
	WIND全A (剔除金融石油石化)	38.2	76.2	13.8	29.4	72%														
	上证综指(剔除银行)-中位数	26.6	66.3	16.0	28.6	44%														
	上证50	13.8	48.5	6.9	11.2	72%														
	沪深300	15.7	51.1	8.0	13.5	71%														
	中证500	27.8	92.8	16.0	33.1	26%														
	中小板100指数	34.1	67.7	14.5	32.2	62%														
	创业板100指数	61.0	137.9	27.0	51.6	76%														
	中小板综合	49.7	96.7	15.9	41.7	75%														
	创业板综合	99.8	174.9	28.1	60.8	82%														

数据来源：Wind 资讯、申万宏源、招商基金

结构选择：继续关注低估值的周期板块、以及估值性价比较为匹配的核心品种

板块上，关注宏观经济深度复苏，景气度改善的低估值顺周期品种如金融地产和资源股的补涨机会；对于新能源、白酒等高景气行业，相关标的估值有一定透支，但在资金持续配置下短期或仍有一定投资机会，建议谨慎参与。

保险：当前行业整体估值仍处于历史中枢偏低位置，而在全球经济复苏背景下，从全年维度看长端利率上行概率较大，也将减小保险行业的利差损风险。

工业金属：有效疫苗超预期，全球经济尾部风险降低，全球制造业可能进入共振复苏时期；美国新一轮财政刺激落地，拜登团队成功拿下众议院和参议院之后，市场对于后续大规模财政刺激的预期升温。供给端近年来持续偏紧。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

一、市场回顾

2020 年，突如其来的新冠疫情及后续的政策应对、宏观经济走势，成为了大类资产运行的主线，债市走出了上涨、调整、企稳的走势。

我们把 2020 年的债市分为三个阶段。第一阶段（1-4 月份）：债市走出快牛行情，疫情冲击，经济停滞，央行宽松，债市快牛，10 年国债收益率从 3.15% 下探至 2.5%。第二阶段（5-11 月）：债市调整，疫情可控，经济复苏，

流动性转向，长钱不足，股债跷跷板，信用风险爆发等先后成为债市调整的主要原因，10年国债最高调整至3.34%的高位。第三阶段（12月）：受益流动性转好，债市企稳，11月末开始，资金面迎来了较为意外的宽松，叠加2021年1季度经济见顶预期，债市收益率回落，10年国债收益率下降20bp至3.14%。12月，受央行MLF“慷慨”操作，资金面较预期宽松和NCD利率回落，市场并未理会较好的宏观数据，各债券品种收益率有所下行。



数据来源：Wind 资讯

二、市场展望

我们从国内外经济形势、财政货币政策等方面对2021年进行展望。

(1) 国外经济形势：普遍认为2021年伴随疫苗逐步在发达国家推广，疫情在全球蔓延趋势缓解，2021年国际经济形势要明显好于2020年。2020年10月IMF的世界经济展望对2020年和2021年的全球经济增速预判为-4.4%和5.2%。2021年国外经济形势仍然主要看美国和欧洲。疫情反复整体不改美国、欧洲复苏趋势，美国经济目前行至“反弹期”的中段。上半年，美联储和欧央行宽松逻辑尚在。2021年下半年海外经济形势则存有较大的不确定性，通胀压力加大，也不排除二次探底。

(2) 国内经济形势：预计2021年整体前高后低，结构改善。预计伴随疫苗在全国的逐步推开，逐步形成全民免疫的局面，经济增长的动力中，房地产和基建投资进一步回落，而消费将进一步发挥中流砥柱的作用，出口产业链主要视2021年全球供给和需求复苏的节奏而定，制造业投资将受益部分补库存需求。

(3) 国内政策（财政政策和货币政策）：“不急转弯”和政策可持续性。预计2021年财政政策有所退坡。中央经济工作会议提出，积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。赤字率预计在3%-3.6%之间，新增地方政府专项债额度少于2019年，特别国债或不再发行。

2021年货币政策方向为：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。预计2021年货币政策环境有所退坡，社融增速处在回落的趋势中。处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发

展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

综合以上，我们认为债市全年来看震荡概率较大，但票息回报较高。具体来说：1、中央经济工作会议定调“不急转弯”，财政和货币政策的退坡可能需要等待经济的恢复更加巩固；2、2021年各主要宏观经济数据前高后低、财政扩张放缓、政府债券供给下降、打压房地产、资管新规再出发等条件有利于债市；3、债市不利因素亦存在：预计疫苗2021年普及并带动欧美和全球中期复苏趋势，未来欧美企业仍有补库和资本开支的潜在需求，同时财政刺激和货币宽松局面加剧商品通胀；4、近期华晨、永煤等AAA国企违约事件后，信用利差拉开，部分债券票息具有吸引力，市场风险偏好更趋向流动性好的高质量信用债，银行理财净值化也会加大这一趋势；5、低资质主体估值收益率难以修复或成常态，未来信用价值的挖掘应更关注事件冲击下的错杀机会。

三、投资策略

(1) **注重组合静态票息**，年初维持组合久期在中性水平，增持方向可以考虑调整到位的3年期高等级信用债。

(2) **对年底至一季度的资金面相对更乐观一些**，维持一定的杠杆水平；季度视角看，2021年如果10年国债收益率回踩3.3%水平附近，可考虑适度加仓，博取一定资本利得。

(3) 信用策略方面，经历信用风险事件后，信用利差有所走阔，再配置过程中需要针对不同的债券进行再定价，充分反映其信用风险；2021年将面临广义流动性边际回落和经济增速回落的双重挤压，同时还面临疫情延期的各种融资到期，势必对企业资金流产生压力，违约风险进一步上行；信用债投资整体原则是**严控债券信用风险，不轻易下沉**；信用债的配置窗口较长，不可追涨杀跌。

(4) 关注商品和股票走势，如果年初债券收益率滞涨而商品持续高涨、股票出现普涨，则需要留一分警惕；核心的宏观指标如工业增加值、固定资产投资、社融、地产销售等未持续下滑，则需要重新审视对宏观经济的判断。

3.2.2 信用产品

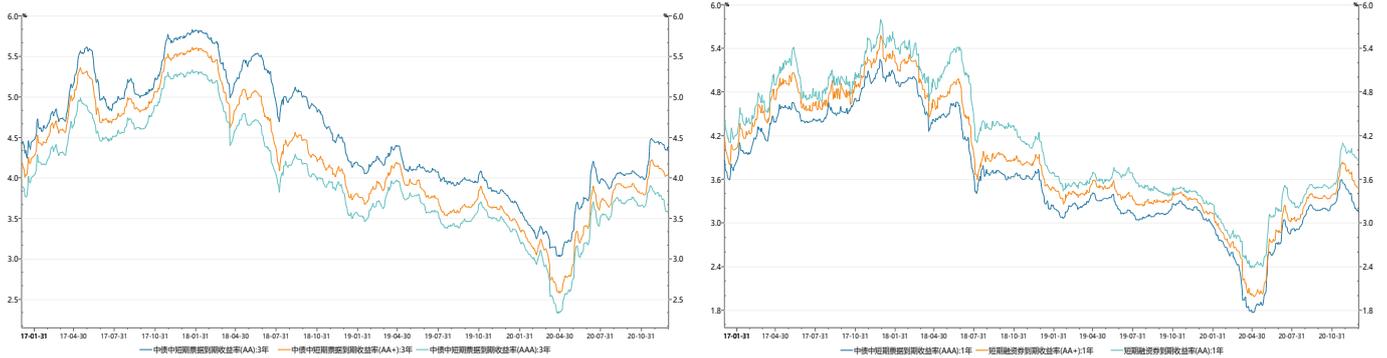
企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，在新冠疫情冲击下经济低迷、政策宽松的背景下，一方面因维持正常经营融资需求较强，另一方面低廉的融资成本使得发行人倾向于发债填资金缺口，2020年全年毛发行和净融资量均创历史新高。

二级市场方面，随着国内经济逐渐复苏、货币政策回归常态化，2020年全年各期限收益率走势均呈明显的先下后上特征，利率整体下行期间期限利差走阔，上行期间期限利差收窄。**从较长时间周期来看，经过今年5月以来的持续调整后，目前债市收益率普遍已突破2019年11月初的前高，中长久期品种的绝对收益回到中性位置，可以等待并关注其配置价值。**

图：3年期各等级中短期票据到期收益率走势

图：1年期各等级短期融资券收益率走势



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年短期融资券总发行量为 50136 亿元，净融资为 3963 亿元，环比分别上升 13882 亿和 2315 亿，可以看到在超预期的疫情冲击下企业通过发行短融接续融资的需求明显提升。

二级市场方面，全年看短融收益率呈上行趋势，且高评级短融收益率上行幅度低于中低评级，等级利差走阔，其中 1 年期 AAA 短融收益率在 20 年上行 0.1bp，AA+短融收益率上行 21bp，AA 短融收益率上行 49bp。

总体而言，由于违约事件影响不定，且基本面阶段性转弱信号尚不明朗，债市后续走势仍存在分歧，2021 年我们将继续坚持价值投资理念，信用债投资维持中性久期，在严控信用风险的前提下，以票息策略为主，努力增厚基金收益。

3.2.3 可转债

回顾 2020 年全年，转债市场在股票市场整体行情的带动下保持稳步上涨，其中二月、七月分别在流动性边际转松、国内疫情防控取得重大成果且宏观经济持续好转的驱动下迎来快速上涨，其余时间以震荡为主。截止到 12 月 31 日，2020 年万得全 A 指数上涨 25.62%，中证转债指数上涨 5.26%，与去年相比，中证转债指数整体表现弱于万得全 A。两者涨幅差异一方面是因为指数成分不同，转债指数权重股多为大盘蓝筹，今年涨幅相对较小；另一方面是因为受到转债供给增加的影响，本年可转债发行规模 2500 亿，发行家数 205 家，均高于 2019 年同期水平。目前转债市场整体转股溢价率以及绝对价格位于今年以来相对较低水平。

展望 2021 年，转债市场简单单边跟随股票市场走势的情况或再难出现，个券分化将成为主旋律。目前受鸿达违约事件影响，转债市场分化明显，低价债性转债估值明显下降，而高平价区间转债估值反而有所上行。此次鸿达违约事件对转债市场冲击和之前有所不同。之前信用债市场华晨、永煤等主体出现违约时，是通过影响债基流动性的路径间接传导至转债市场。而本次是可转债发行人大股东直接违约，此次的信用风险是对个券的直接传导。未来信用评级和入库门槛造成的转债估值分化或将成为常态。对于正股资质偏弱，甚至存在违约风险的转债，入库将进一步压制转债估值。简单“双低”策略已经不可取，正股资质同样是转债性价比的重要考虑因素。

策略上，建议根据目标收益水平动态调整偏债性转债与偏股性转债比例，平衡持仓结构。对于偏债性转债，需在保证个券没有信用瑕疵的基础上兼顾绝对价格和正股弹性；对于偏股性转债，建议以顺周期品种打底，增配行业景气度上行，业绩持续改善品种（如汽车产业链），同时可适当左侧布局性价比转优（前期跌幅较大）的成长科技品种。