



招商基金月度投资策略报告

2021年2月



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	5
2 大类资产观点	8
2.1 A股市场	8
2.2 债券市场	9
2.3 港股市场	10
2.4 美股市场	10
2.5 原油市场	12
2.6 黄金市场	13
2.7 汇率市场	14
3 股债投资策略	16
3.1 A股投资策略	16
3.2 债券投资策略	17
3.2.1 利率产品	17
3.2.2 信用产品	19
3.2.3 可转债	20

招商基金月度投资策略报告

2021年2月

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

民主党拿下两院，疫苗接种加快，美元指数持续反弹

1月全球金融市场整体风险偏好继续上行，期间欧美疫情在圣诞季后出现大幅好转，同时美国疫苗接种节奏加快，但前期加强封锁仍使得当期经济数据走差；与此同时，民主党意外拿下佐治亚州的参议员决选，令市场对于更大规模的财政刺激方案出台的预期升温。资金继续流入股市和新兴市场，但受到美债利率上行的压制，多数市场的波动率明显加大。下一阶段，美国财政刺激的谈判、疫情的演绎以及疫苗的接种节奏仍是行情的主要线索。

从宏观经济基本面数据观察，美国方面，1月 ISM PMI 从此前高点回落，同时受到疫情复发影响第四季度实际 GDP 环比增速大幅放缓，12月耐用品订单也低于预期。美国1月 ISM PMI 报 58.7，较去年12月的 60.5 有显著下降；从实际 GDP 观察，美国4季度实际 GDP 环比上升 4.0%，较前三季度 33.4% 的增长大幅放缓，略低于预期值的 4.2%；同时，12月耐用品订单环比增速 0.2%，也低于前值 1.2%，不及预期值 1%。**整体来看，美国经济仍处在疫后反弹期，但受到疫情反复的影响，增速斜率较预期放缓，后续看点主要在于补库存动力以及地产周期景气的延续性。**我们认为受到低利率以及新一轮财政刺激落地的支撑，美国的消费市场以及地产市场仍将维持景气，但本轮地产的复苏结构性特征明显，购房需求主要为中高净值人群，更大范围的中低收入阶层的购买力仍受到疫情带来的冲击。

欧洲方面，欧元区的1月经济数据略好于预期，但受限于疫苗接种节奏偏慢，未来的恢复节奏仍需观察。经济景气指数1月录得 91.5，略高于预期 89.6，低于上期 92.4；消费者信心指数录得 -15.5，与上周持平。同时，德国、法国4季度 GDP 增速超预期。德国四季度 GDP 季调环比增长 0.1%，略高于预期值 0%，远低于上季度 8.5%；法国四季度 GDP 初值环比降 1.3%，预期降 4%，前值降 17.1%。日本方面，整体的经济恢复进程也受到疫情的不利影响，1月制造业 PMI 为 49.8，较上月的 50 有所下降，也再度回落至荣枯线以下，近期日本央行下调了 2020 财年的增长预期，但上调了 2021 财年和 2022 财年的增长预期。

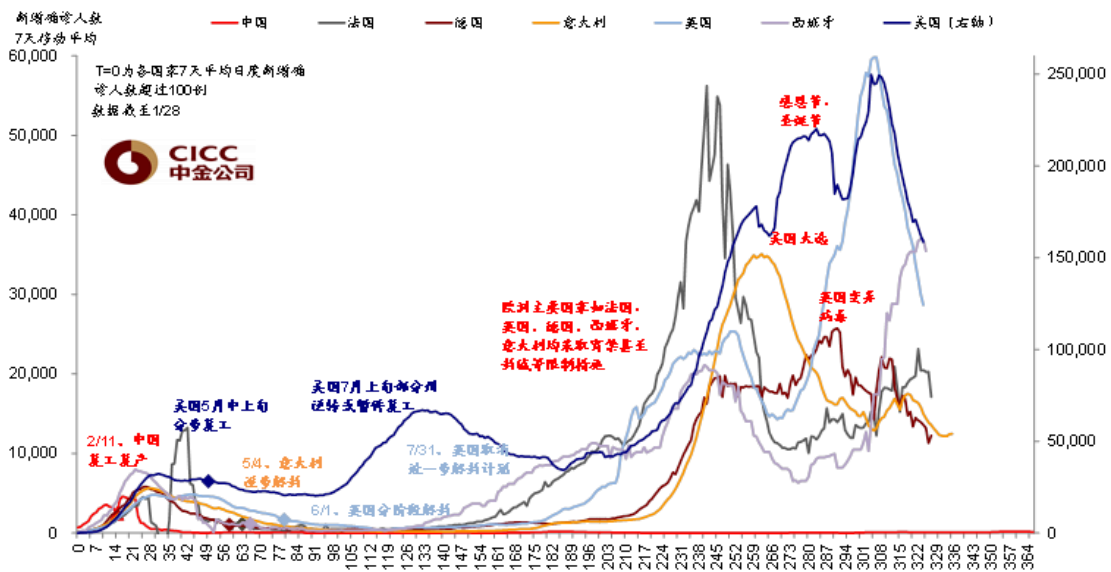
目前拜登政府在两院均握有微弱优势，鉴于民主党加大财政刺激的政策取向，预计新一轮财政刺激谈判的规模或比此前市场预期的更大，从落地时点上，鉴于去年底的财政刺激中关于失业救助的部分将在3月中旬到期，预计拜登政府在先期会通过与共和党谈判寻求达成协议，但若受阻，预计将转向仅需要简单多数的和解程序。

民主党在参议院的意外胜选以及近期美国疫情数据的持续改善带动了对于美联储更早缩减购债速度的担忧，10年期美债利率也于上月初冲高至 1% 以上的整数关口，一度引发了市场对于流动性收紧的预期。但美联储在1月议息会议中表示当前并不急于讨论政策退出议题，尤其是在美国经济仍受到疫情影响的情况下，同时再次重申了鼓励通胀超调的基调，我们认为在美国经济尚未完全恢复、失业率仍显著高于合意水平的情况下，美联储的政策退出时

点仍远，加息更需延后。但需要警惕的是，在新一轮财政刺激落地后，同时伴随着美国疫苗接种速度的加快，美国国债收益率存在较强的补涨动力，若短期上行过快届时将考验美联储的宽松意愿，我们认为不排除其将调整 QE 结构（拉长购债久期）以压制长端利率，维持宽松的融资条件以促进经济恢复。

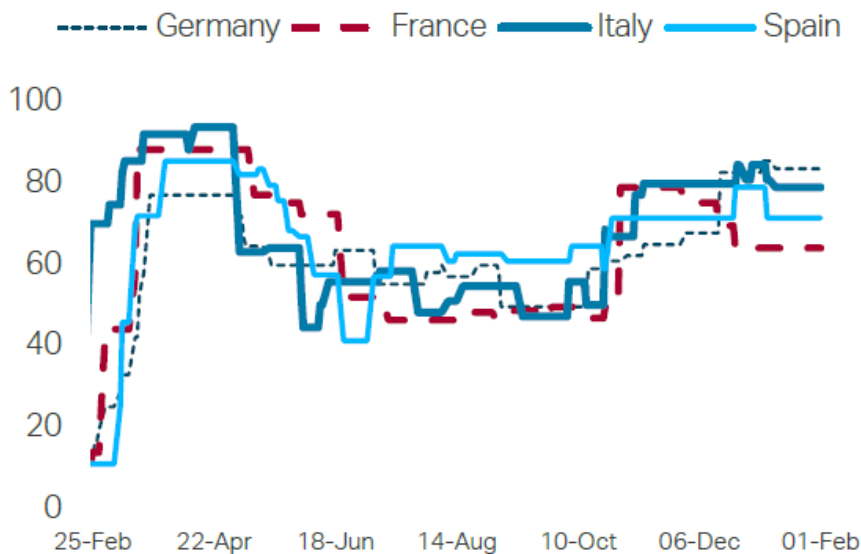
近期随着美债收益率的适度上行、欧央行的口头干预以及前期过于一致的美元做空仓位，美元指数自 1 月初的低点以来持续反弹；但中期而言，鉴于美国财政赤字的压力、美联储延后退出宽松的货币政策以及美国近期仍在恶化的疫情数据，美元走弱的概率仍较大。

图 1：英美等国的疫情出现大幅下降



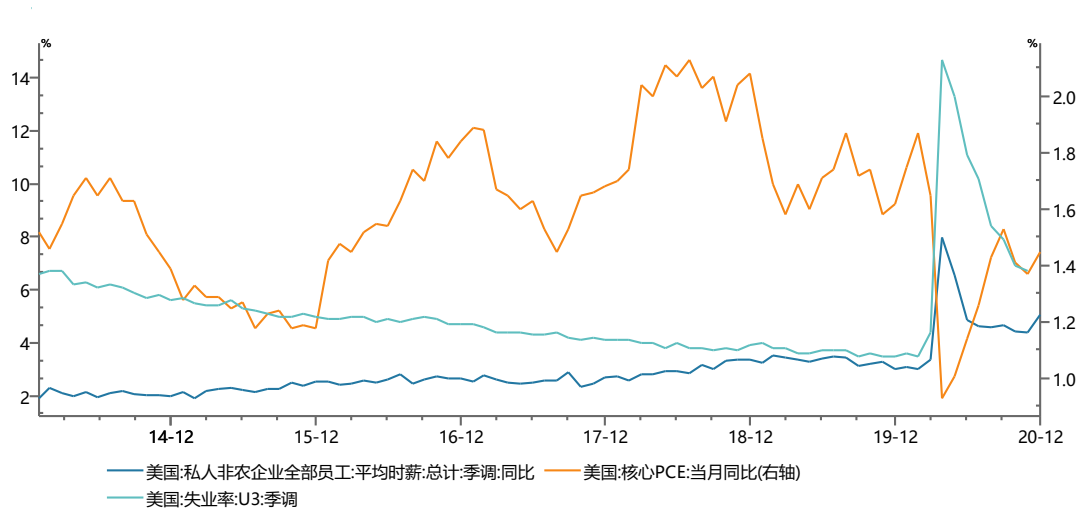
数据来源：中金公司

图 2：欧洲多数国家收紧封锁限制



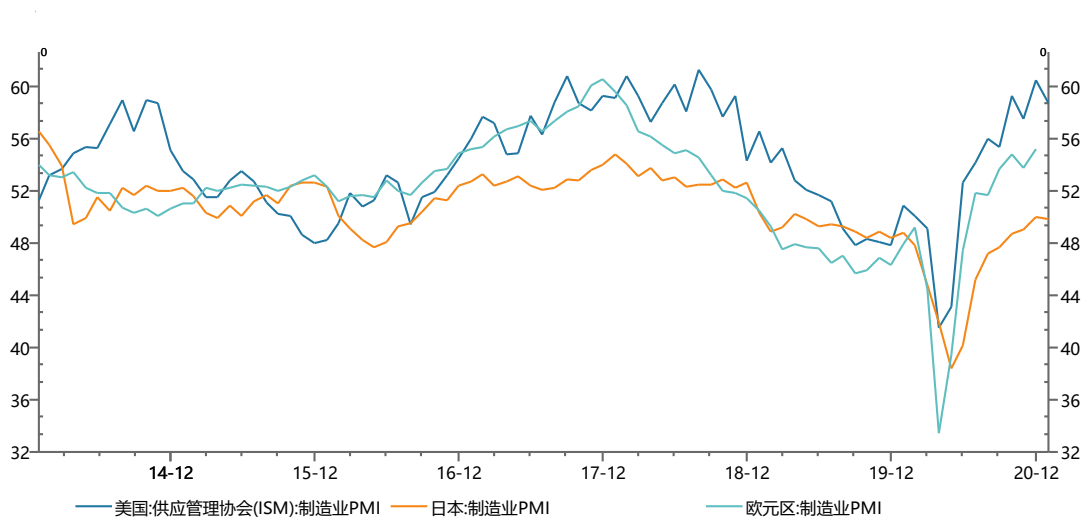
数据来源：TSL

图 3：2020 年 12 月美国失业率持平前值，平均时薪增速和核心 PCE 较前值回升



数据来源：Wind

图 4：2021 年 1 月受疫情影响，美日欧的制造业 PMI 较前者均出现回落



数据来源：Wind

1.2 国内市场

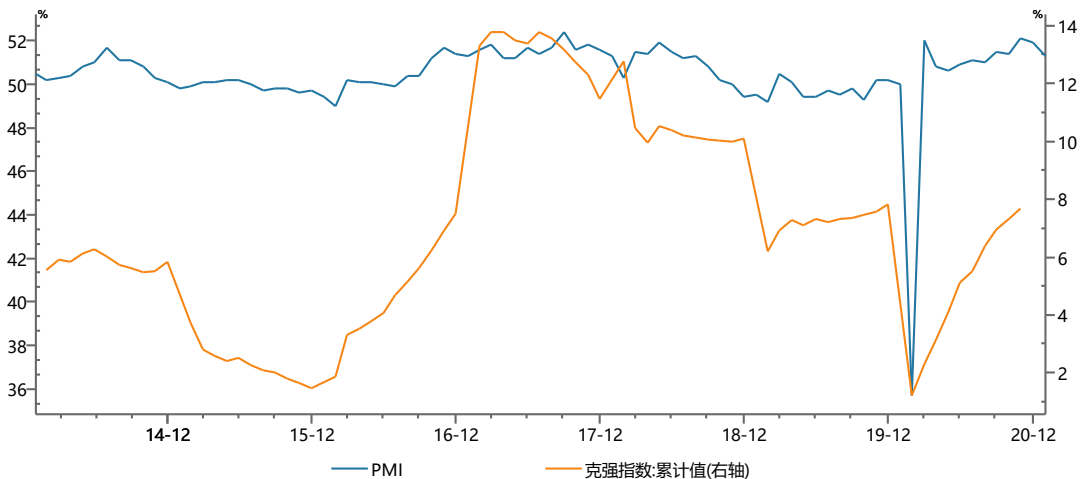
流动性持续回收，经济仍处修复期

国内，央行在公开市场持续回收此前因永煤违约事件投放的过量流动性，同时疫情在局部地区出现散点复发，出口部门的景气度出现边际走弱迹象；而在倡导就地过年的情况下，近期的经济数据可能呈现出“消费弱、生产强”的特征。一方面，近期股市和部分热点城市的房价出现过热迹象，央行自 1 月中旬开始在公开市场上持续回笼流动性，一度引发市场恐慌情绪，推高短期拆借利率；另一方面，疫情在部分区域出现较大面积复发，1 月非制造业 PMI

出现较大幅度回落；与此同时，受制于集装箱运费的高涨、人民币汇率的大幅上升，出口链的中小企业的出口意愿出现一定下行，体现为 1 月制造业 PMI 中新出口订单的分项下行。下一阶段，我们需要关注地产“三条红线”以及银行房贷集中度政策的执行情况，近期多地房贷利率已经出现明显上行。**整体上，我们认为国内经济仍将处于修复期，由于海外疫苗接种仍需时间，而信心的率先恢复以及新一轮财政刺激的落地可能令欧美启动部分行业的补库周期，出口产业链的景气度尚可维持；地产方面，“三条红线”对于行业的不利影响尚待时间显现，短期内在加快开工和竣工的情况下，后端地产链的景气度仍相对较高，前端销售的韧性犹存。**

1 月官方制造业 PMI 51.3%，环比回落 0.6 个百分点，但仍处在荣枯线之上，而量价回落、被动补库等结构特征值得关注。1 月 PMI 环比回落有季节性规律，北方多地疫情反复与月初大范围极寒天气又带来负面影响，服务业 PMI 降幅较大。但制造业产需等多项指标仍维持在扩张区间，整体上经济复苏趋势未中断。

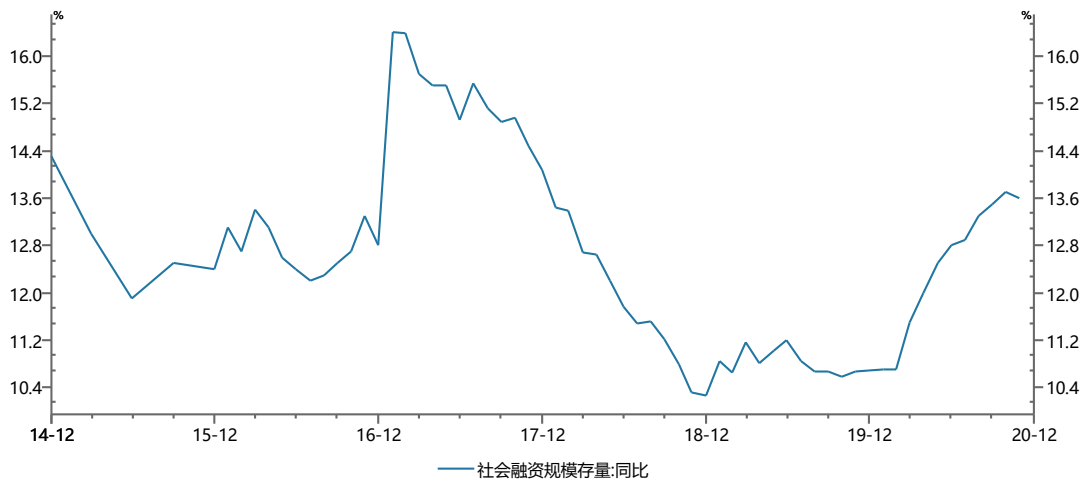
图 5：国内制造业 PMI 连续两月回落，克强指数持续回升



数据来源：Wind

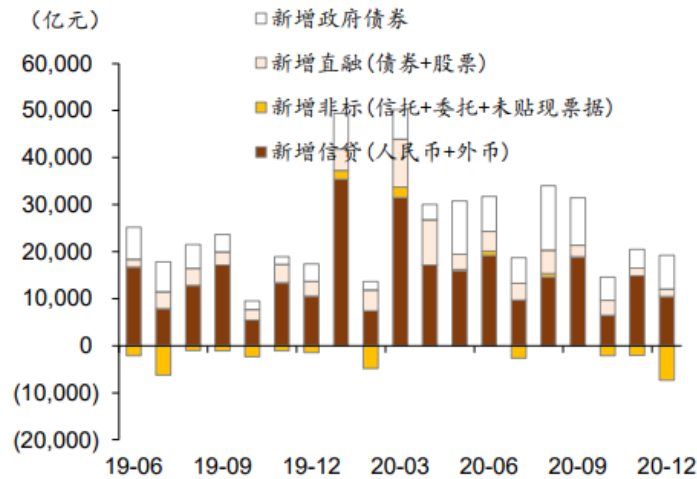
12 月的金融数据显示社融拐点继续确认，但经济的信用扩张周期并未结束。总量上，12 月社会融资规模 17200 亿，同比少增 4821 亿。社融存量同比 13.3%，较前值下滑 0.3 个百分点，社融拐点进一步确认，但其中主要的缩减项是非标融资，主因融资类信托新规下年底整改压力明显加大。从信贷结构上，实体的融资需求仍相对旺盛，体现在新增企业中长期贷款占比进一步上升，但受年底信贷总量管控、部分项目储备留到来年释放等原因导致信贷总量低于预期。

图 6：新口径下 12 月社融存量增速为 13.3%，较上月再度下行，预计 21 年全年增速在 11%左右



数据来源: Wind

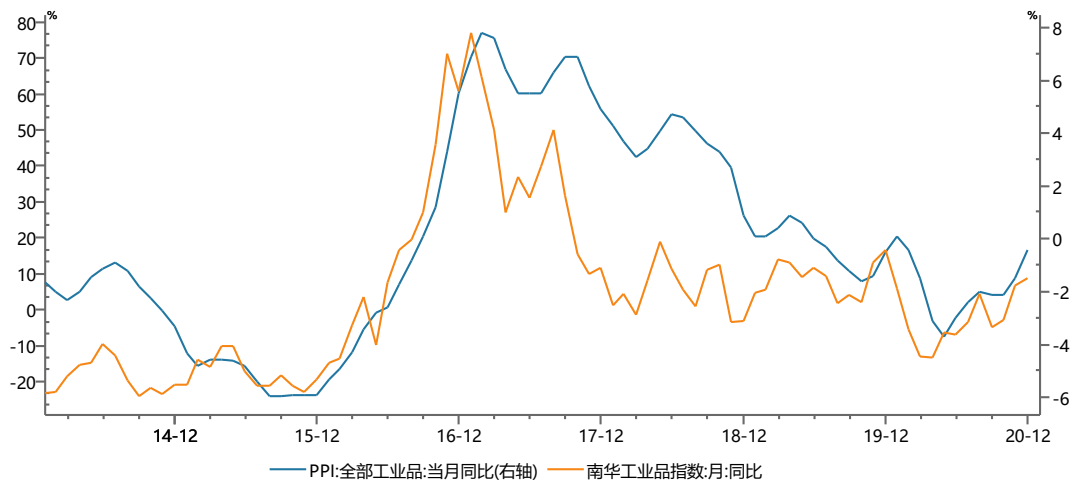
图 7: 从 12 月数据来看, 信贷、社融总量受限于额度, 但结构继续改善显示实体融资需求仍相对旺盛



数据来源: Wind

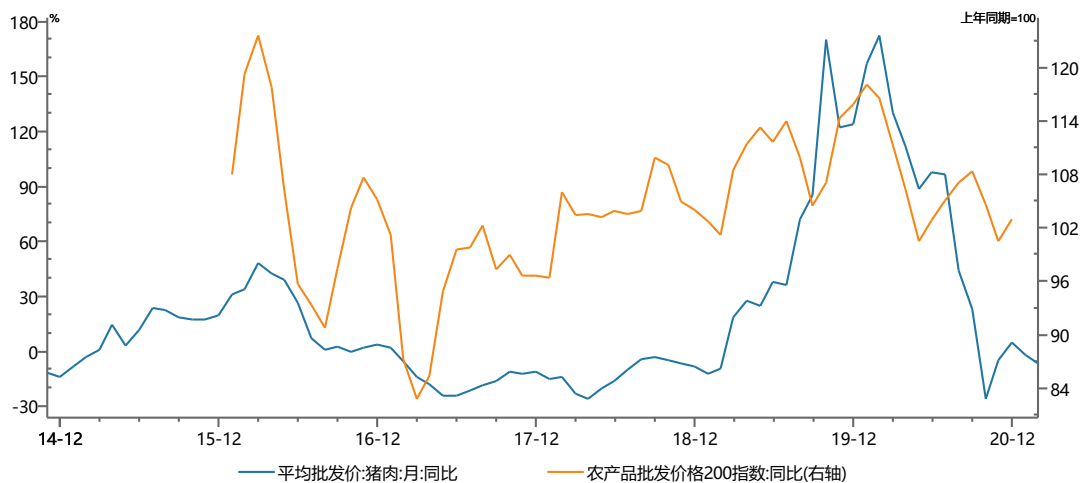
12 月 CPI 同比 0.2%，较 11 月回升 0.7 个百分点，PPI 同比-0.4%，回升 1.1 个百分点。猪油共振拉升 CPI，但核心通胀仍然走弱，说明中低收入群体消费修复进度比预期缓慢，预计全年整体通胀仍较为温和，但 PPI 同比读数的上行方向仍概率较大。从细项看，CPI 的食品端中猪价和鲜菜鲜果均呈现上涨，非食品端主要是交通通信环比涨幅较大；PPI 结构中上游生产资料价格继续较快上扬，其中包括有色、黑色系等均出现涨价，而能源化工涨价主要系国际油价回暖，下游生活资料在剔除食品项后仍相对疲软，显示当前的价格上涨更多是结构性的。

图 8: 12 月 PPI 同比读数继续上行, 预计上半年 PPI 随经济恢复和大宗价格上行而继续上行



数据来源：Wind

图 9：近期猪价在低位徘徊但市场预期走高，农产品整体价格增速同比回升



数据来源：Wind

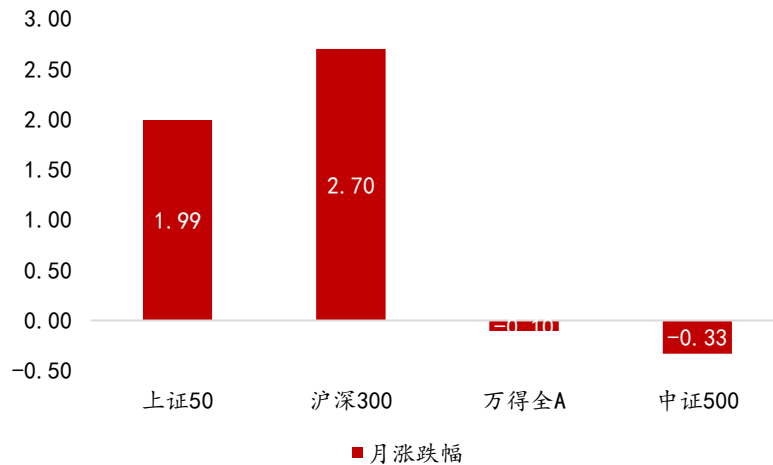
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

1 月市场回顾：股市先跌后涨，债市先涨后跌

1 月，指数在月初出现大幅上行后因国内流动性收紧预期扰动，引发较大幅度调整。结构上除部分机构抱团品种持续获得资金青睐、趋势强化外，前期滞涨的顺周期板块如化工、银行取得了显著的绝对收益。（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅分别为-0.1%、2.7%、2%、-0.33%）。

图 10：2021 年 1 月主要股指涨跌幅

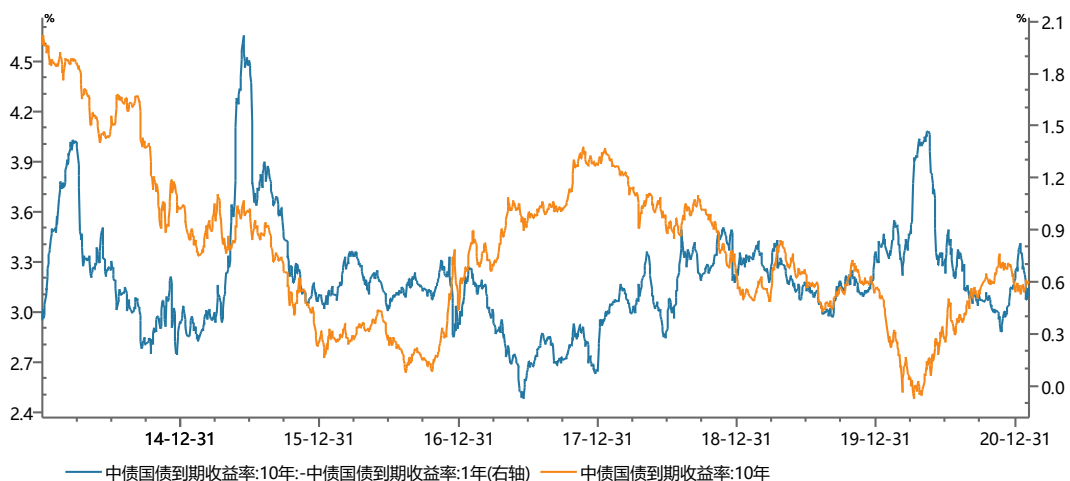


数据来源：Wind

2.2 债券市场

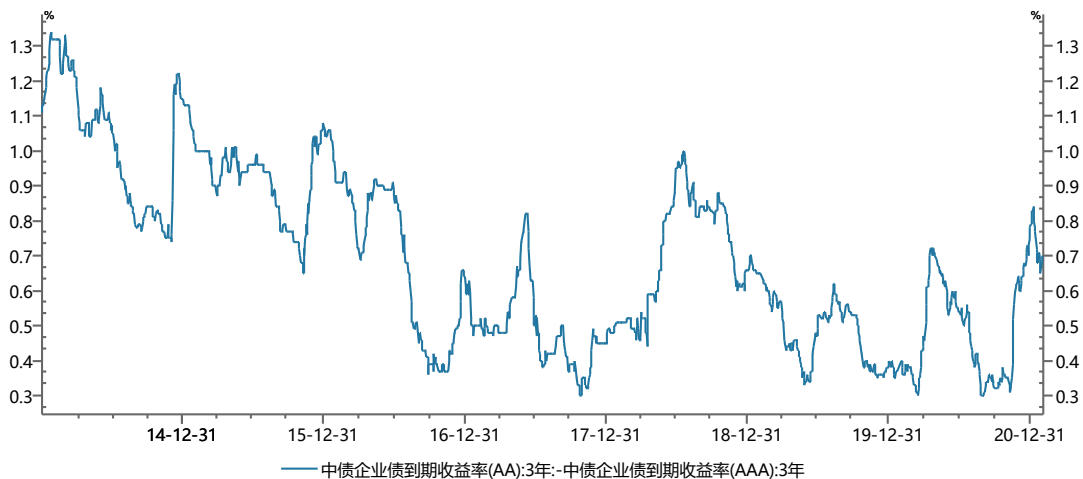
1月行情主要受到资金面的扰动。**资金面先松后紧**，1月上旬资金面宽松超预期，债熊反弹行情延续；中下旬，经济数据好坏参半，国内疫情偶发但对债市影响有限，然而央行多日资金净回笼，月中MLF又缩量续作，叠加缴税期的影响，资金利率持续抬升，最终使得短债和长债均出现不同幅度调整，其中短债调整更多令期限利差走窄，信用利差则从高点回落。

图 11：长端收益率处于震荡，期限利差先上后下



数据来源：Wind

图 12：信用利差从高位回落



数据来源：Wind

2.3 港股市场

1月恒生指数上涨3.9%，恒生国企指数上涨4.4%，在全球主要股指中表现靠前。具体来看，1)小型股(涨7.5%)领涨，大型股(涨5.8%)表现优于中型股(涨2.4%)；2)香港本地/外资股(涨3.2%)表现优于中资股(涨2.0%)；3)行业方面，恒生资讯科技业、医疗保健业、必需消费业、工业表现较佳，恒生地产建筑业、原材料业和公用事业表现较差。1月，海外方面，民主党赢得参议院多数席位并获得参众两院控制权，市场预计将有较大的财政政策出台。美联储议息会议宣布维持基准利率及每月1200亿美元购债规模不变。欧洲方面，本周欧央行议息会议宣布维持基准利率不变，并重申宽松货币政策立场。国内方面，政府推出银行业房地产贷款集中度管理制度，限制银行住房贷款比例，以遏制系统性风险。本月央行频繁进行资金净回笼操作，市场对流动性收紧的担忧加强。

展望2月，由于目前市场处于业绩和政策的真空期，在南下资金火热追逐港股核心资产的推动下，港股市场或将迎来宽幅震荡的阶段。国内流动性边际收紧，而海外仍处于总量宽松的阶段，所以港股市场仍会处于盈利修复和流动性稳健的阶段。随着全球复苏预期不断加深，投资者对顺周期板块关注逐渐上升。板块配置上，(1)顺周期板块有较好盈利确定性，制造业投资有明显修复，关注先进制造业板块。同时，预计海外供给端逐渐修复，将拉动国内中上游原材料和设备出口。(2)在医保谈判和集采落地后，医药板块迎来资金的追捧，重点关注创新药龙头以及CXO板块。(3)近期半导体的中观数据继续改善，原材料价格上涨，经历了两年的消化期后，终端需求料拉动半导体需求强势增长。(4)服务业数据持续回暖，预计上半年疫苗广泛接种对可选消费有进一步的催化作用，逐渐关注旅游、餐饮、酒店等。(5)中美关系仍有较大不确定性，可关注回归受益的港股互联网软件板块。

2.4 美股市场

2021年的开年行情，市场似乎没有延续2020年的强势，但不变的是疫情的担忧伴随着进入到1月份，市场依

然在等待美国新政府的大规模财政刺激，所以经济前景的期待和疫情担忧的避险共同推动着金融市场的波动，不过在 1 月末，高调进入视线的散户力量为行情添上了插曲。整体来看，1 月份美股市场整体表现不佳，标普 500 指数 1 月累计下跌 1.1%，道琼斯指数跌 1.2%，纳斯达克综合指数则涨 1.7%。

影响美股的具体事件如下：1) 在美国总统拜登宣誓上台后，三大指数曾经刷新历史高位，但是市场期待的 1.9 万亿经济刺激方案，要等到 2 月份才开始正式进入审议状态，而且规模可能遭到削减，市场缺乏特别的利好跟进。2) 全球范围内疫苗接种进度普遍慢于预期，疫情的担忧始终贯穿，美国各项经济数据整体偏弱，最终道指月线录得 2020 年 10 月份以来的首次下跌，较 1 月 21 日创下的历史高位回吐了一半涨幅。3) 美股市场更是受到了美国散户与机构投资者之间博弈的冲击，Reddit 散户联合狙击 GameStop 及其他遭做空美国个股的空仓，迫使对冲基金抛售热门股填补亏损。

从利率上来讲，我们认为短期内，美债收益率曲线将延续陡峭化态势，随着长期经济增长预期上行，长端利率走高，而短端利率受到美联储货币政策影响，保持在低位。但由于美联储后续仍需扩表购买长端债、推进经济刺激方案，美债长端利率可能稳定在 1.5% 左右。在上周召开的 FOMC 会议上，美联储主席鲍威尔没有暗示是否会加息，也没有暗示是否开始缩减债券购买规模。他继续表示，在通胀率超过目标通胀，就业增长恢复前，美联储会保持宽松的政策。也就是说，美联储不会依赖经济模型来判断何时收紧货币政策，而是会试图利用现有经济数据来判断前景。

从估值上来讲，预计随着市场上调对美国的长期经济展望，10 年期美债利率水平有可能从 1.1% 上升至 1.3%-1.4%；尤其是拜登上任后，防疫措施推进，未来经济复苏、通胀上行的前景更加明确，无风险收益率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力，因此一个季度内美股可能出现调整。

从配置上来讲，一个季度内美国长端利率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力。虽然通胀回升，但是 PCE 和失业率指向美联储政策转向的可能性极低，美国经济增长的支持政策依然强劲。我们建议在配置上减少估值已经较高的信息技术、互联网等品种，转而在受益于经济增长的材料、工业设备类行业中选择估值较低的标的。

在接下来的 2 月可能出现的风险点：1) 美国经济今年年初的经济回复情况依然疲弱，就业疲软等因素对人们未来支出构成了压力，如果没有新一轮的大规模财政支持，一季度经济增速可能会进一步放缓。2) 投资者将密切关注美国国会有关新一轮财政刺激谈判的最新消息，民主党和共和党在援助计划的组成和规模上的分歧仍然很大。民主党或在没有获得共和党支持的情况下通过新一轮新冠疫情刺激计划的进程。3) 疫情依然是短期内经济面临的最大风险。美国整体接种进度依然落后于事先预期。4) 如今华尔街对冲基金和小型散户投资者之间的对峙加剧了波动性，引发了市场对泡沫的更广泛担忧，加之美国国会将启动对新一轮财政刺激计划的谈判，短期市场可能很难平静下来；并且市场下跌导致股指技术面迅速恶化，目前标普 500 指数和道指均跌破 50 日移动平均线，作为短线牛熊分界线，这可能会引发市场上量化资金的抛售行为。

2.5 原油市场

疫情持续反复，预计 2 月油价维持震荡

1 月原油市场行情回顾：

回顾 21 年首月的原油市场走势，美国在动荡不安的环境中特朗普黯然离任、拜登继任新总统，而 OPEC+ 达成了新的减产协议，其中沙特从今年 2 月起将自愿减产 100 万桶/日，全球原油价格震荡回升，但随后由于疫情在全球范围不断反复，欧美等国家和地区重启封城措施、以及我国国内也出现小幅的疫情反弹，疫情的因素影响航空、客运、交通等的复苏节奏，石油消费需求恢复受到一定冲击，原油价格逐步震荡回落，布伦特原油和 WTI 原油期货价格分别收于 55.88 美元/桶和 52.20 美元/桶。

自从 2020 年下半年以来，全球原油需求持续修复，但疫情的不断反复扰动仍然对石油需求的修复形成压制。根据 IEA 统计和预测，2020 年 Q4 全球石油消费同比下降 640 万桶/日，并且预期 2021 年 Q1 全球原油需求同比小幅下滑，但二季度以后会呈现同比明显增长。当前全球原油需求恢复最大障碍仍然来自航空煤油消费的恢复受阻，疫情导致国际航班数量大幅下降。从国内的原油库存来看仍然偏高，成品油市场仍显低迷。截至 2021 年 1 月初，中国港口原油商业原油库存降至 3100 万吨左右，较峰值下降 9%，但仍远高于疫情前水平，而美国的原油库存也仍处于历史偏高水平。从供给端来看 2021 年 1 月初的 OPEC+ 会议上沙特意外宣布将在 2、3 月份自愿多减产 100 万桶/日，而俄罗斯和哈萨克斯坦将增产 7.5 万桶/日，综合来看 OPEC+ 实际减产力度增强，理论上 1 月减产幅度达到 720 万桶/日，对一季度原油的基本面形成支撑。

图 13：2021 年 1 月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

2 月原油市场行情展望：

展望 2 月份，当前原油市场的主逻辑仍然是经济修复以及美元长期走弱对油价形成的中长期支撑，而在中短

期则受益于沙特主动减产带来的供需结构修复上的支持，但随着当前全球疫情的持续反弹、以及拜登上台后的新能源政策将对原油消费需求形成一定冲击，**短期油价可能仍将维持震荡走势。**

自疫情爆发高峰后全球经济逐步修复，全球制造业 PMI 自去年 5 月开始持续反弹，至去年 12 月已经回升至 53.8，而油价和制造业 PMI 的走势基本同步。随着疫情防控更加有效、疫苗大规模接种并实现群体免疫，疫情对于经济的冲击将逐渐减弱，而全球经济修复的明确趋势将继续对油价形成向上驱动。而美元的阶段性反弹可能对油价形成一定压力，原油的价格和美元存在一定的负相关性，而自 2021 年初美元指数跌破 90 关口、创下 2018 年 4 月以来的新低，而随后出现了小幅反弹。而随着拜登顺利就职以及 1.9 万亿财政刺激计划落地后，将在一定程度上消除市场的不确定性、美元贬值预期减弱，并对油价形成一定压力。而拜登提出的“绿色新政”提倡环保并反对化石能源的扩张，未来可能对原油供需产生一定影响。在 1 月下旬拜登宣布暂时冻结联邦领土上的石油和天然气租赁，为期 60 天、将可能涉及美国 10% 的油气供应量，而未来可能将推出石油开采禁令。但从全球角度来看开采禁令对全球供给不会造成剧烈冲击，因为如果美国油气供应下降将会刺激 OPEC+ 产油国从减产转而进行增产，整体来看不会因美国的开采禁令而变得供给紧张。从油价来看，预计 21 年一季度 WTI 原油价格将在 50-58 美元的区间波动。

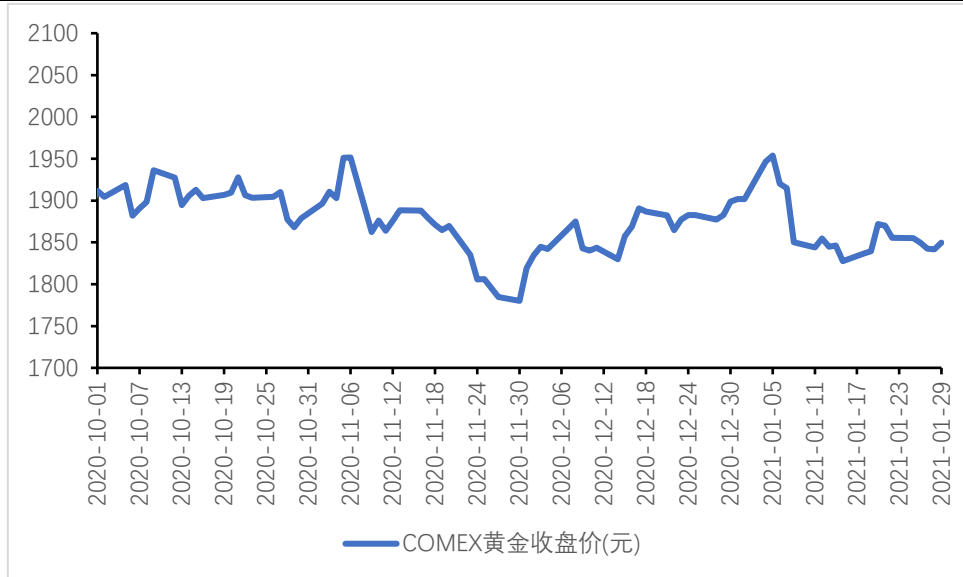
2.6 黄金市场

增量刺激措施可能落地，预计 2 月黄金价格小幅下行

1 月黄金市场回顾：

黄金价格在 1 月份整体大幅下行。1 月 29 日收盘价为 1849.8 美元，较 12 月 31 日 1901.6 美元的收盘价收跌 2.72%。月内高点于 1 月 5 日收 1953.7 美元，低点于 1 月 15 日收 1827.7 美元，整体来看，1 月上旬下行，1 月下旬以震荡为主，符合此前预期。我们认为 2020 年 1 月黄金价格走势主要遵循的逻辑是：民主党超预期拿下佐治亚州两大参议院席位，带来超额财政刺激预期，强化了经济复苏和通胀预期（但从 TIPS 隐含通胀率看，市场此前对通胀预期定价已经较为充分），金价下行更多反映经济复苏预期。国会改选前 9000 亿美元的财政刺激落地。整体来看，《2021 年合并拨款法案》的核心措施仍是收入与就业领域的补贴政策。9000 亿美元的财政刺激方案生效后，美国联邦预算委员会预计 2021 年的赤字总额将达到 2.3 万亿美元，此外还可能将 2021 年美国 GDP 额外提升 6250 亿美元（估计范围中值）。

图 14：COMEX 黄金价格指数在 2021 年 1 月大幅下行



资料来源：Wind，招商基金

2月黄金市场展望：

我们对于2月Comex黄金价格走势的判断是整体震荡，中枢下行。整体来看，2月份的金价下行的核心因素将是拜登进一步发布总规模约1.9万亿美元的《美国救援计划》，可能通过财政调解的方式落地。当前公布方案的部分核心措施如下：

一是对符合条件的居民一次性发放1400美元的现金，叠加此前9000亿方案中发放的600美元，现金整体补贴力度将达到2000美元。根据美国联邦预算委员会估计，刺激方案可能使得1季度居民可支配收入的同比增速上至20%-23%。如果考虑产出增加的额外影响，则收入增长可能超过25%。二是将每周额外发放400美元的失业救济金，期限至9月末。三是将向州和地方政府提供3500亿美元的财政拨款。四是进一步投入700亿美元用于病毒防治。五是提高联邦最低收入水平至15美元/小时。美国联邦预算委员会预计在9000亿美元的财政刺激方案的基础上，如果进一步叠加1.9万亿美元的财政刺激，则2021年美国赤字规模可能上至3万亿美元以上，对GDP的提升作用也将进一步放大，经济复苏预期进一步抬高，黄金价格可能因为财政刺激力度增加导致经济增长而进一步下行。**值得一提的是，当前WSB散户杀入白银市场可能连带影响金价并带动其上行。**

2.7 汇率市场

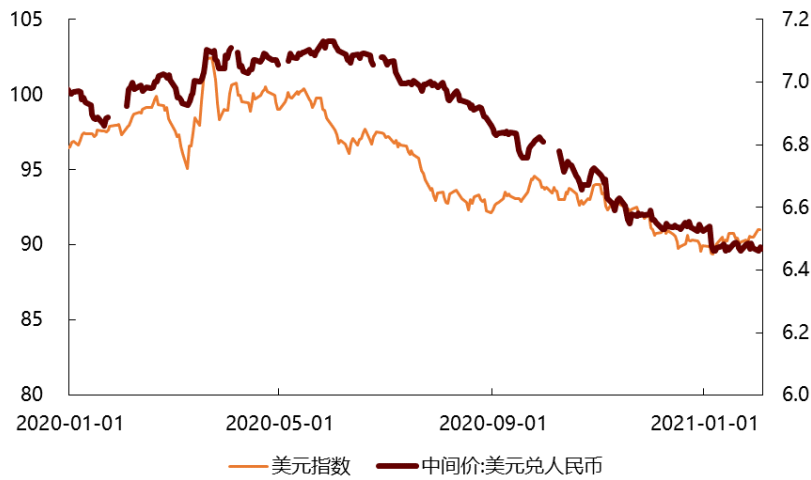
预计2月份的美元指数以震荡走势为主

2021年1月汇率走势回顾：人民币汇率震荡，美元指数小幅回升。

在2020年1月份，人民币汇率呈现震荡的走势，前期升值的动能大幅减弱。而美元指数出现了一定的上行，预计与市场中的美元流动性有关。从疫情数据上来看，美国的新冠疫情在2021年1月份出现了得到逐步控制的迹象。市场对于美国经济复苏的预期提升，部分资金回流到美国市场中。从另外一方面来看，美元指数在经历了持续

大幅回落后，短期具备调整的空间。

图 15：2021 年 1 月份人民币汇率震荡，美元指数小幅回升



资料来源：Wind，招商基金

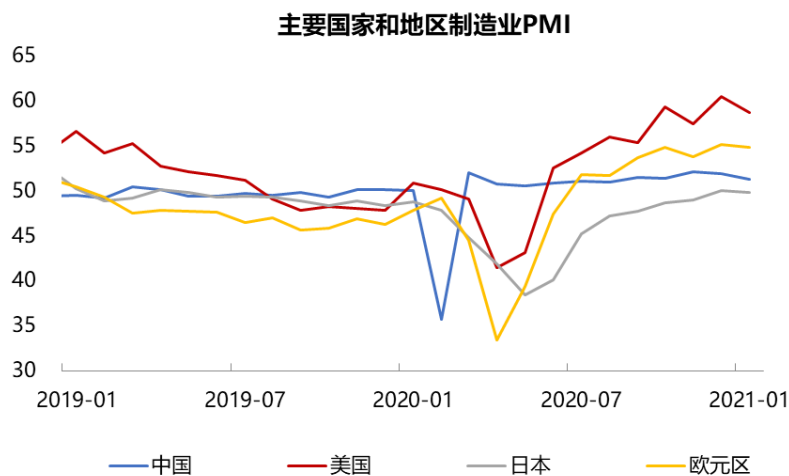
2021 年 2 月汇率走势展望：预计美元指数汇率以震荡走势为主。

从经济发展的指标情况来看，在 2021 年 1 月的 PMI 数据中，中国的 PMI 指数为 51.3，仍位于荣枯线以上，但边际转弱。美国和欧洲的 PMI 数据都处于荣枯线以上。可以预见，随着疫苗的不断推广和接种，疫情有望得到逐步的控制。同时，随着经济的逐步恢复，各国前期的非常宽松的货币环境也有望逐渐退出。

从汇率的走势情况来看，人民币已经经历了大幅的升值，美元指数经历了大幅的回落。从边际的走势情况上来看，预计短期内人民币继续走强的动能不足，而美元指数也具备一定的回补动力。但同时也看到，当前疫情对于经济的不利影响仍在，政策的退出具备连续性。

综上分析，预计在 2021 年 2 月份，美元指数以震荡走势的可能性较大。

图 16：主要国家和地区制造业 PMI



资料来源：Wind，招商基金

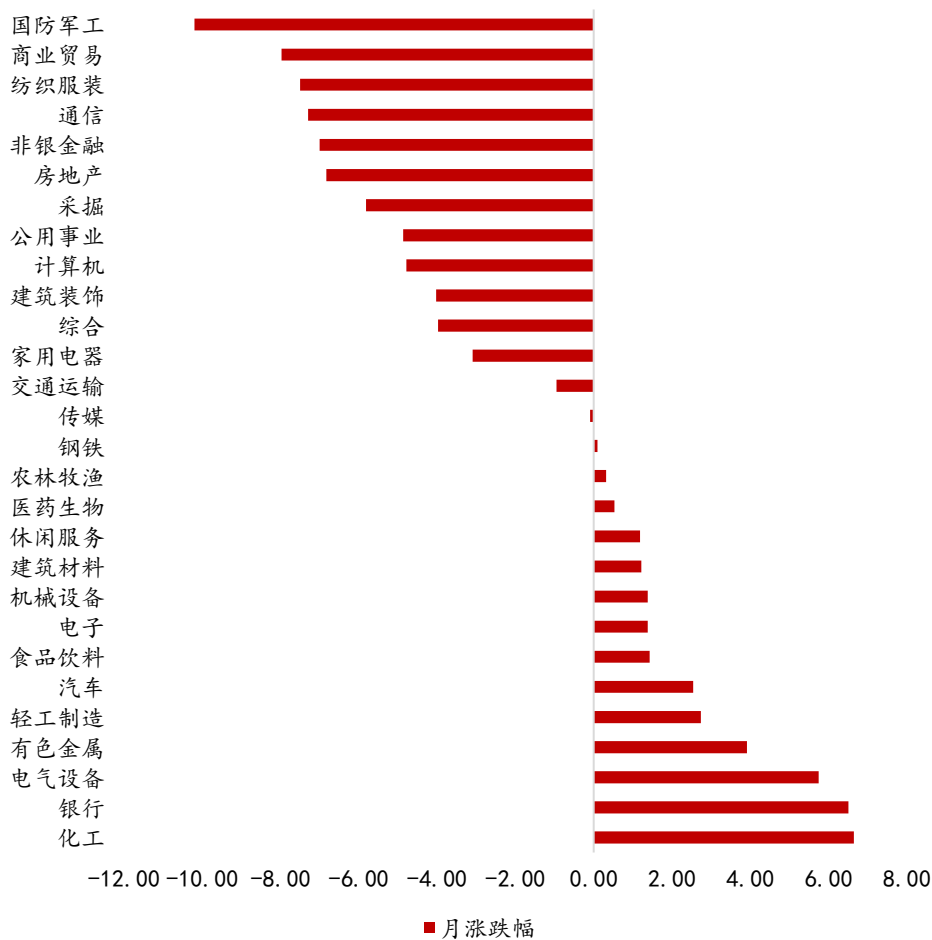
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1 月市场回顾：指数先涨后跌、板块严重分化，化工、银行和新能源表现较好，军工、商贸和纺服跌幅居前

回顾 1 月行情特征，年初公募基金密集发行、外资继续回流新兴市场，带动内外部资金共振做多，指数出现快速上行；下旬开始伴随央行持续在公开市场回收流动性，银行间拆借利率大幅走高，导致市场对于政策紧缩预期强化，市场出现震荡调整、板块分化加剧。结构上，顺周期板块相对收益明显，化工、银行涨幅居前；军工、商贸和纺服则出现大幅下跌，整体上机构抱团风格更为强化，热门白马股迭创新高。

图 17：2021 年 1 月行业涨跌幅



数据来源：Wind

A 股走向判断：外资仍将持续性流入，估值走高下更需精选板块

海外，在疫情完全恢复之前，美联储仍将维持流动性宽松，近期局部的投机情绪过热尚不足以使得整体指数出现大幅调整压力。国内，我们预计货币政策整体大方向仍以稳为主，阶段性的流动性紧张局面有望在节前缓解；但是，需要关注近期地产调控政策以及局部的疫情复发对于实体经济恢复的不利影响。建议关注宏观经济深度复苏，

基本面方面，从12月数据看，生产和制造业投资较为景气； 房地产多项领先数据出现回升，如拿地、销售数据，或有限制政策将在2021年开始实施的原因；尽管调查失业率基本恢复疫前水平，但社零消费增速恢复仍距离疫前的8%-10%有较大差距（12月为4.6%）；从1月景气度数据看，边际有所回落，诸多高频数据也出现了行业分化。已经公布的景气指数显示1月经济运行边际下行。1月官方制造业PMI为51.3，前值51.9。供需两端扩张放缓。生产指数和新订单指数分别为53.5和52.3，较上月回落0.7和1.3个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为50.2%和49.8%，低于上月1.1和0.6个百分点。前期圣诞季海外需求集中释放，叠加全球疫情持续蔓延等因素，部分企业外贸订单有所减少。价格指数高位运行，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为67.1%和57.2%。

资金面上，1月资金面转紧。 1月R001月均值上行115bp至2.35%；R007月均值上行28BP至2.62%；DR001月均值上行86BP至1.9%；DR007月均值上行26BP至2.25%。3M SHIBOR与三个月同业存单发行利率回升。

政策面上，中国人民银行行长易纲谈2021年金融热点问题表示，2021年货币政策要‘稳’字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。 在总量方面，综合运用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持广义货币（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

图 18：中债国开到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

2、市场展望

我们认为受上述因素影响，短期来看，基本面方面，从12月数据看，生产和制造业投资较为景气； 房地产多项领先数据出现回升，如拿地、销售数据，或有限制政策将在2021年开始实施的原因；尽管调查失业率基本恢复疫前水平，但社零消费增速恢复仍距离疫前的8%-10%有较大差距（12月为4.6%）；从1月景气度数据看，边际有所回落，诸多高频数据也出现了行业分化；流动性上，央行货币政策转向中性，短端资金面向政策利率靠拢，此前市场交易资金利率向下并不可取。

3、投资策略

具体策略方面，1月末受资金面影响，各品种收益率有所回升，**底仓需注重组合静态票息；** 资金紧张局面尚未完全缓解，**未来债市仍有震荡可能，** 利率债和高等级信用债的各期限品种如调整至2020年11月初水平，可逐步

配置，如有超调可以加大配置力度。

3.2.2 信用产品

1、企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年1月全市场信用债发行走势与历史上的季节性特征略有不同，**发行量出现较大幅度提高**，其中毛发行 11883 亿元，净发行 3545 亿元，分别较上月上升 4400 亿元和 5992 亿元，整体看 1 月份信用债总发行规模创历史同期新高，但由于当月存量债到期规模较大，**净发行规模仍低于上年同期水平**。1 月份公司债、企业债及中票合计发行金额为 5888 亿元，净融资额 2945 亿元，各品种债券总发行量均有所提升。

二级市场方面，1 月份债市收益率受资金面影响出现较大波动，走势呈现 V 字型，整体看 1 月份各期限各等级收益率涨跌不一，期限利差和等级利差均有所收窄，以 3 年中短期票据为例，1 月以来 AAA 票据收益率上行 13bp，AA+ 票据收益率下行 8bp，AA 票据收益率下行 2bp。**从较长时间周期来看，经过多个月的持续调整后，目前债市收益率普遍已接近 19 年 11 月初的前高水平，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 19：3 年期各等级中短期票据到期收益率走势

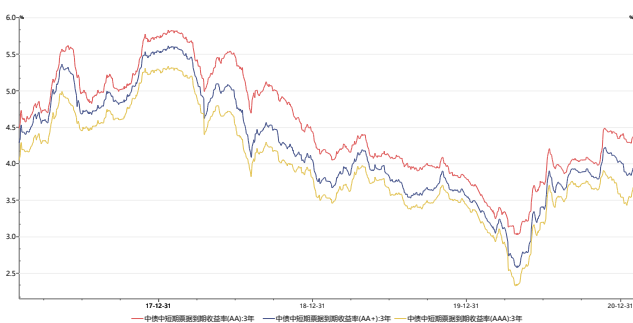


图 20：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

2、短期融资券

一级市场方面，今年 1 月份短期融资券总发行量为 5428 亿元，净融资为 549 亿元，环比分别上升 2178 亿和 3464 亿，可以看到因超预期违约事件导致的短融发行低迷有所缓解，但受 1 月短债到期压力大影响，当月短融净发行量仍明显低于历史同期平均水平。结构上看，短融中 AAA 主体毛发行量占比达 78%。

二级市场方面，1 月份短融收益率整体呈下行趋势，且等级利差收窄，其中 AAA 短融收益率上行 0.3bp，AA+ 短融收益率下行 7.5bp，AA 短融收益率下行 7.0bp，考虑到需求持续恢复、通胀逐渐重启，叠加临近春节资金面波动较大，短期难有趋势性机会。

图 21： 1 年期各等级短期融资券收益率走势


数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，招商基金

整体而言，目前信用债市场仍处于分化中，低等级估值恢复仍需时间。2021 年一季度我们将继续坚持价值投资理念，同时考虑到货币政策虽有所转向但大幅收紧概率不大，可适度加杠杆，在严控信用风险的前提下我们仍坚持以票息策略为主，努力增厚基金收益。

3.2.3 可转债

1 月份 A 股市场与转债市场先涨后跌，截止到 1 月 29 日，万得全 A 下跌 0.10%，中证转债下跌 1.45%，转债市场表现不及股票市场。分板块看，1 月电气设备、化工、有色金属、电子、医药生物板块涨幅居前；商业贸易、纺织服装、公用事业、房地产板块跌幅居前。1 月转债市场整体估值（转股溢价率衡量）小幅提升，目前加权平均转股溢价率为 29.57%，处于 2020 年以来中位水平。对于股票市场而言，2021 开年以来创阶段性新高，但结构化行情十分明显，资金抱团业绩亮眼和行业景气度较高的白马标的中，部分估值已处于绝对高位。对于转债市场而言同样在演绎抱团行情，高价偏股型转债持续上涨，低价券无人问津。与年初相比，价格在 100 元以下转债的转股溢价率从 45.82% 下降到 38.52%；而价格在 120 元以上的转债的转股溢价率从 26.38% 上升到 32.72%。之前的双低策略在去年 11 月后明显失灵。

展望后市，在年初正股大幅上涨，近期回调不确定是否构成拐点的背景下，**转债建议保持中性偏谨慎仓位**。结构上，对于前期抱团高价转债个券逐渐适当降低仓位，优选 2020 年年报业绩超预期、基本面良好且价格适中的优质个券。**配置上偏股型转债仍然优于偏债型转债**。由于基本面无亮点的低价转债目前很难迎来均值回归，**目前不建议盲目配置低价个券**。建议短期关注顺周期，中长期看好科技和消费板块，对于前期回调较多的业绩良好、估值匹配且有明确催化的科技消费以及医药等细分领域可逐渐提高关注。

风险提示：过往业绩不代表未来表现。基金评价结果不是对未来基金表现的预测，也不构成投资基金的建议。以上投资观点仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化。基金投资需谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》《招募说明书》《产品资料概要》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。



地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦28层
邮编：518040 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfchina.com
电子邮箱：cmf@cmfchina.com
客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，须注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意篡改。