



基金月度投资策略报告

2021年3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	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	13
2.6 黄金市场	15
2.7 汇率市场	16
3 股债投资策略	18
3.1 A股投资策略	18
3.2 债券投资策略	19
3.2.1 利率产品	19
3.2.2 信用产品	20

招商基金 2021 年 3 月月度投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

美债收益率大幅上行，全球金融市场振幅加大

2 月全球金融市场出现较为剧烈的波动，导火索是大宗商品的大幅上涨引发了市场通胀预期的升温，进而带动美债收益率在短期快速走高，高估值资产明显承压，股市内部结构也呈现明显的风格切换。基本面方面利好消息不断，美国新的 1.9 万亿美元的财政刺激计划即将落地，而欧美的疫情数据和疫苗接种节奏均出现明显好转，市场对于经济复苏的前景持续趋于乐观。下一阶段，经济复苏的进度、美联储对待利率上行和市场波动的表态将是市场是否会出现更大级别调整的重要观察事件。

从宏观经济基本面数据观察，美国的消费、制造业和就业数据持续转好，呈现强劲的经济复苏势头，美国 2 月综合 PMI 初值录得 58.8，高于前值 58.7，创 2015 年 3 月以来最高；耐用品订单环比 3.40%，前值 1.20%，预期为 1.10%；而观察房地产市场，新屋销售环比 4.30%，虽低于前值 5.50%，但远超预期 1.10%；近日公布的 2 月非农就业数据更是远超市场预期，季调后非农就业人口新增 37.9 万人，预期增 18.2 万人，前值增 4.9 万人，其中休闲和酒店行业是主要的新增就业人口贡献行业，显示随着疫情的逐步好转，美国线下消费开始复苏。

欧洲和日本也呈现出改善的态势，其中欧元区 2 月 PMI 略高于预期，服务业维持颓势但制造业扩张势头向好，其中欧元区 2 月 Markit PMI 初值录得 48.1，略高于前值 47.8 及预期值 48.0；但受出口需求激增推动影响，德国 2 月制造业活动达到 36 个月以来的高点，从而强劲拉动欧元区制造业扩张。日本方面，2 月零售总额环比-0.50%，高于前值-0.70%；工业产值 1 月初值环比 4.20%，远高于前值-1.00%；而新宅开工同比-3.10%，虽未达预期，但仍远高于前值-9.00%，建筑订单同比 14.10%亦远高于前值-1.30%。

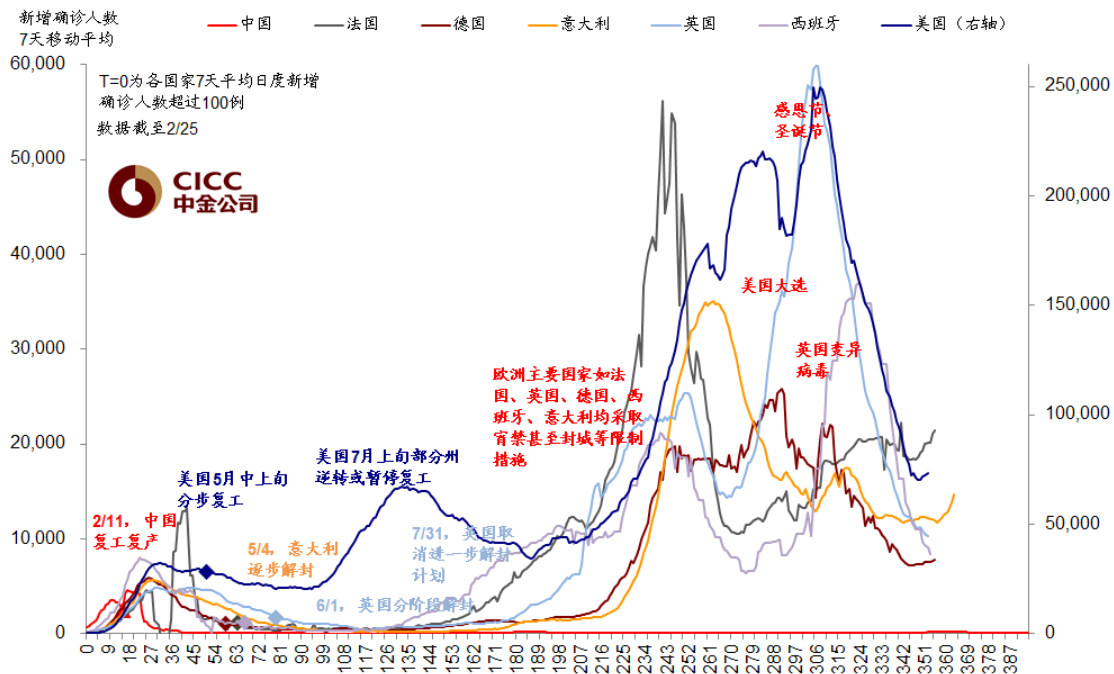
我们认为，美国新一轮的财政刺激法案有望在 3 月中旬落地，这将继续支撑美国居民的收入和消费，其下一份财政方案的议题将转向传统基建和新能源。鉴于去年底的财政刺激中关于失业救助的部分将在 3 月中旬到期，拜登政府通过简单多数的和解程序推进法案，主要内容包括对于低收入家庭和个人直接补贴增加 1400 美元（上一轮为 600 美元），同时每周 300 美元的失业救助将延长至 9 月。**我们认为，若疫情不再出现大级别反复，这份刺激法案将成为最后一份以抗疫为主题的财政法案；而后续的谈判重点将转向基建和新能源，同时由于支出将在数年内列支，即使后续落地，财政支出强度也将明显小于此前几轮，虽然财政乘数可能更高。**

从货币政策而言，虽然近期美债收益率快速上行，但广义的融资条件并未出现显著恶化，预计美联储仍将采取观望态度，但若利率继续大幅上行，同时伴随金融市场的震荡加剧，可能倒逼美联储做出相应回应。年初以来，美债收益率持续上行突破 1.5% 的重要关口，引发以科技股为首的高估值风险资产调整，市场上对于美联储更快退出宽

松政策的预期有所升温。但近期美联储主席鲍威尔在演讲中表示需要看到金融状况的持续收紧、导致充分就业和通胀达标的目标难以实现情况下，才会积极做出回应，同时目前的购债速度是“适当的”。**我们认为，若事态恶化程度超出预期，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。整体上，美联储仍将维持宽松的政策立场不变，距离缩减购债速度和加息的时点仍有一段时间，但继续加码宽松的门槛也相对较高。**

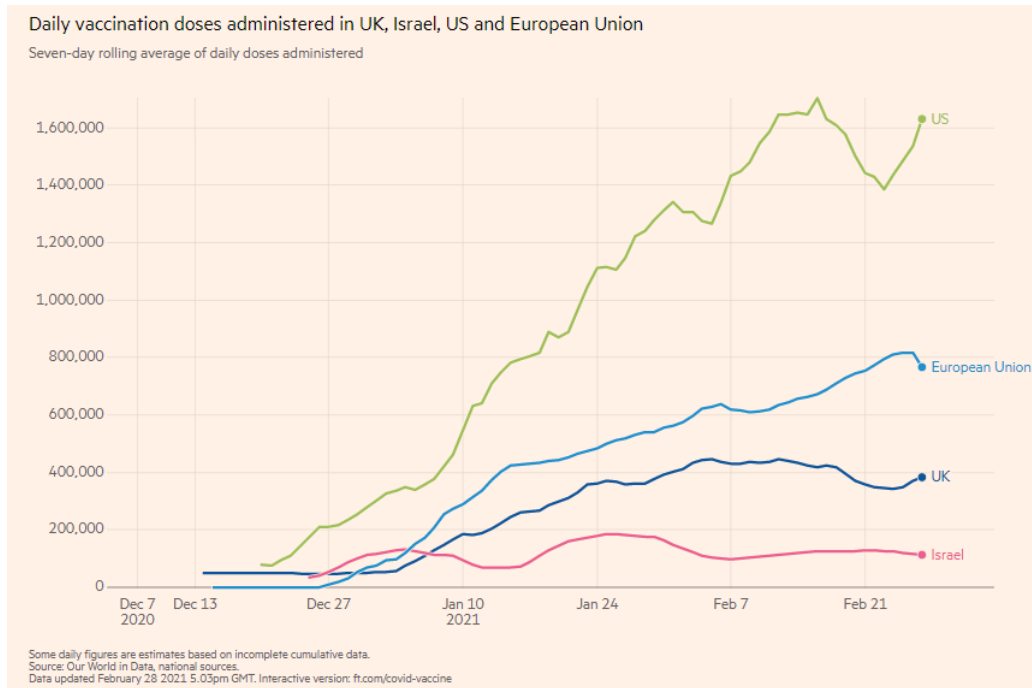
近期随着美债收益率的持续上行、美国疫苗接种进展顺利以及经济数据持续表现强劲，美元指数有见底迹象。但我们仍然认为，鉴于美联储延后退出宽松的立场，本轮美元指数的上行幅度将更为温和、明显滞后于经济周期的改善，对于新兴市场的压力暂时来看仍是有限的。

图：英美等国的疫情继续下降，西欧部分国家的疫情出现小幅反弹



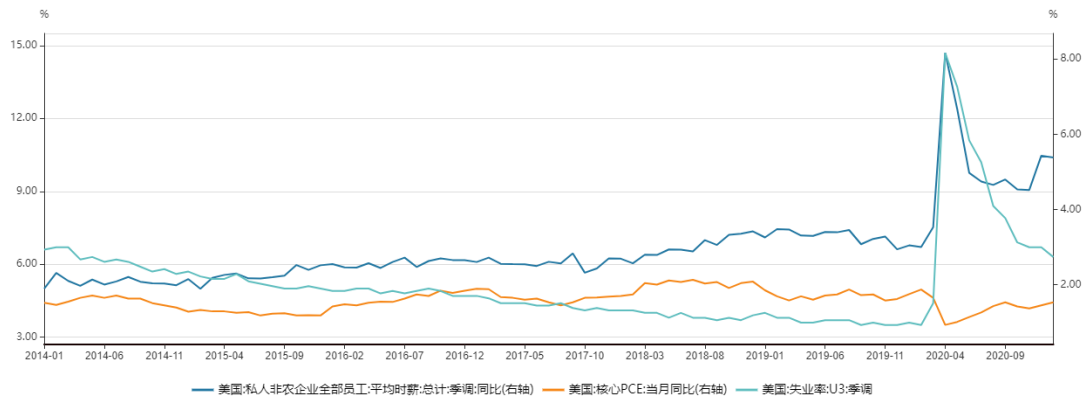
数据来源：中金公司

图：疫苗接种节奏上，英美仍然较快，欧洲加快接种



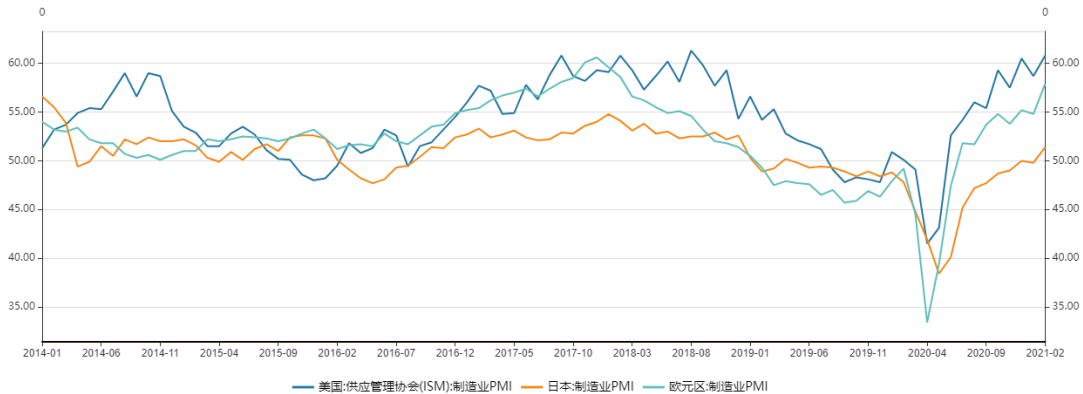
数据来源：TSL

图：2021年2月美国失业率较前值小幅下降，核心PCE较前值回升



数据来源：Wind 资讯

图：2021年2月伴随疫情影响的逐渐消退，美日欧的制造业 PMI 较前者均出现大幅反弹



数据来源：Wind 资讯

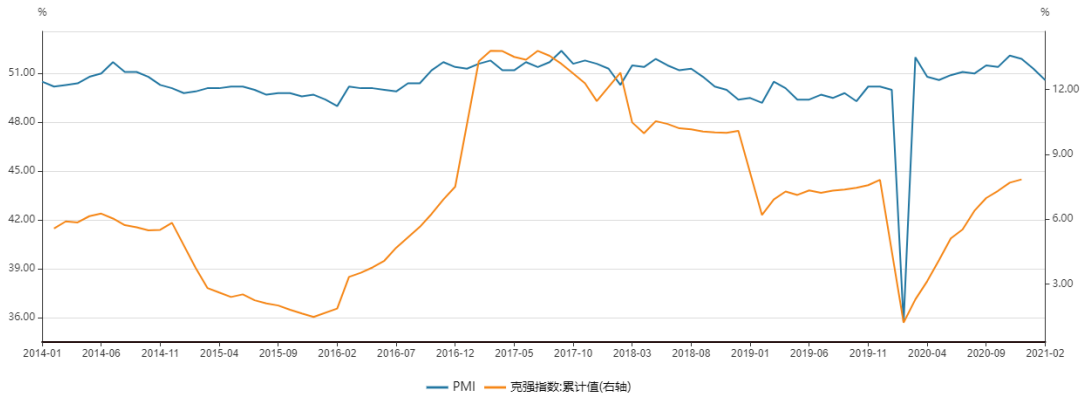
1.2 国内市场

流动性维持紧平衡，经济扩张期未确认结束

国内，央行在公开市场投放量维持紧平衡，银行间市场流动性波动偏大；春节期间“就地过年”之下生产小幅走强，需求端地产销售继续维持韧性，但出口新订单有走弱迹象；下一阶段，需要密切关注美国新一轮财政刺激落地后出口景气度的持续性、国内地产端韧性在新的调控政策出台后的情况，在全年社融增速保持与名义 GDP 基本匹配的大前提下，密切关注国内经济扩张周期的拐点。**整体上，我们认为国内经济仍将处于扩张的中后期，由于海外疫苗完全接种仍需时间，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一段时间；地产方面，“三条红线”对于行业的影响尚待时间显现，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。**

2月官方制造业 PMI 50.6%，回落 0.7 个百分点，但已连续 12 个月维持在扩张区间。当月 PMI 受春节扰动大，但产需结构和预期指数等表现向好，预计 3 月 PMI 将出现显著反弹。值得关注的是 2 月新出口订单指数 48.8%，回落 1.4 个百分点，**但我们认为鉴于美国新一轮财政刺激落地后有望继续支撑居民消费，且欧美的工业生产仍在缓慢恢复过程中，预计我国出口仍可维持高景气度一段时间，当然结构上可能更多的由居民部门的防疫物资和终端消费品需求转向中间资本品的出口。**

图：受春节因素影响，国内制造业 PMI 较上月再度回落，克强指数持续回升



数据来源：Wind 资讯

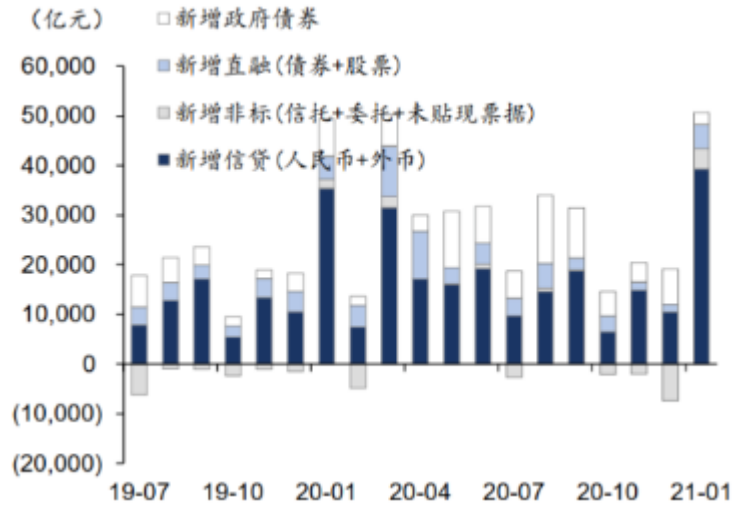
1 月的金融数据无论从总量还是结构上仍然好于市场预期，显示经济的信用扩张周期并未结束。总量上，1 月社融同比 13%，较去年 12 月继续下滑 0.3 个百分点，这个主要是受 1 月份信贷规模管控、地方债发行后置等因素影响，但非标融资尤其是表外票据增长强劲则拉动社融增量超预期。结构上，1 月企业中长期贷款同比多增 3800 亿元，非标融资同比多增 2342 亿元，显示制造业的融资意愿仍然强劲；同时，1 月居民贷款新增 12700 亿元，同比多增 6359 亿元，显示在年初一二线热点城市楼市走俏的情况下房贷需求强劲。**展望后市，本轮社融回升的拐点虽可能已在去年四季度显现，但鉴于绝对增量强劲、结构转好，对于实体经济的紧缩作用可能暂时有限，后续需要关注政策对于信贷投放的节奏把控以及地方债的发行进度，预计全年社融增速仍在 11% 左右。**

图：新口径下 1 月社融存量增速为 13%，较上月再度下行，预计 21 年全年增速在 11% 左右



数据来源：Wind 资讯

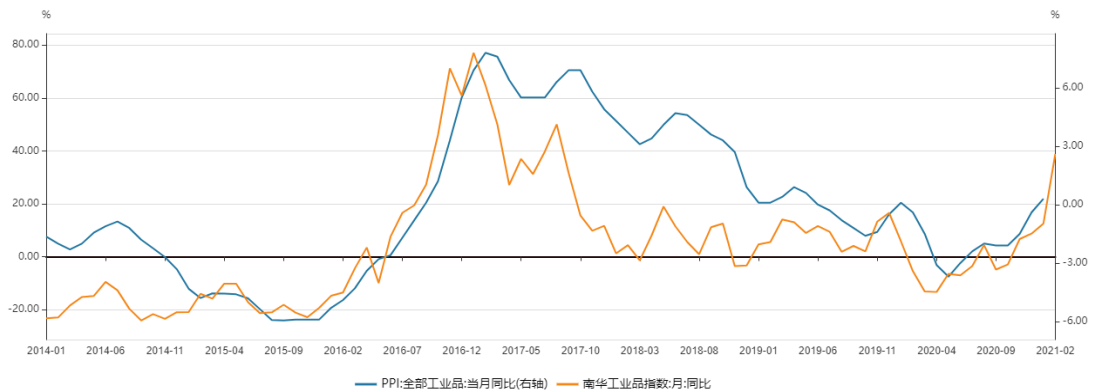
图：从 1 月数据来看，受非标融资强劲支撑社融总量继续超预期，结构继续改善显示实体融资需求仍相对旺盛



数据来源：Wind 资讯

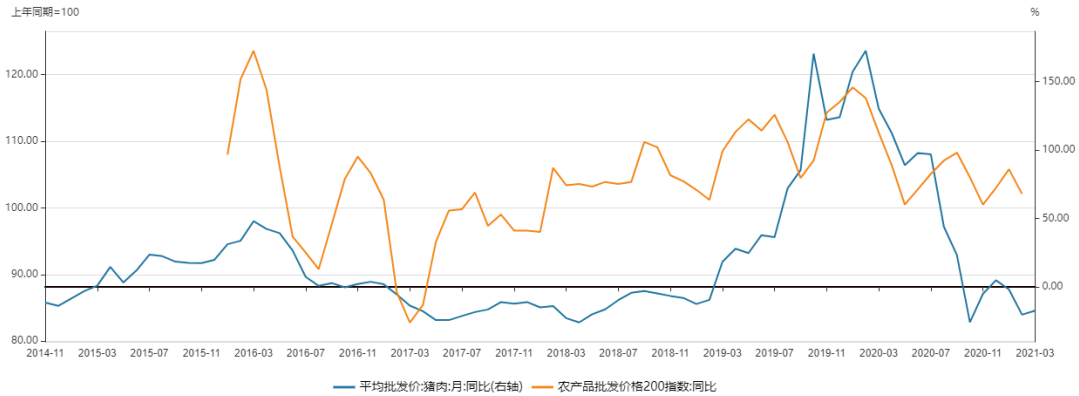
1月CPI同比-0.3%，回落0.5个百分点，PPI同比0.3%，回升0.7个百分点。其中CPI同比由正转负主要受春节错月影响与疫情反复冲击，服务价格同比降幅较大，食品涨势偏强主要受春节影响，整体上在终端消费需求缓慢修复和猪价大周期下行的背景下，今年CPI的涨势预计仍较为温和。PPI方面，上游生产资料价格继续保持上扬态势，其中能源、黑色、农副涨幅领先，预计在全年需求改善、供给相对偏紧的情况下，大宗商品仍有上涨动力，在低基数因素的助推下PPI或迎来阶段性的陡峭上行。

图：1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 资讯

图：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趋稳



数据来源：Wind 资讯

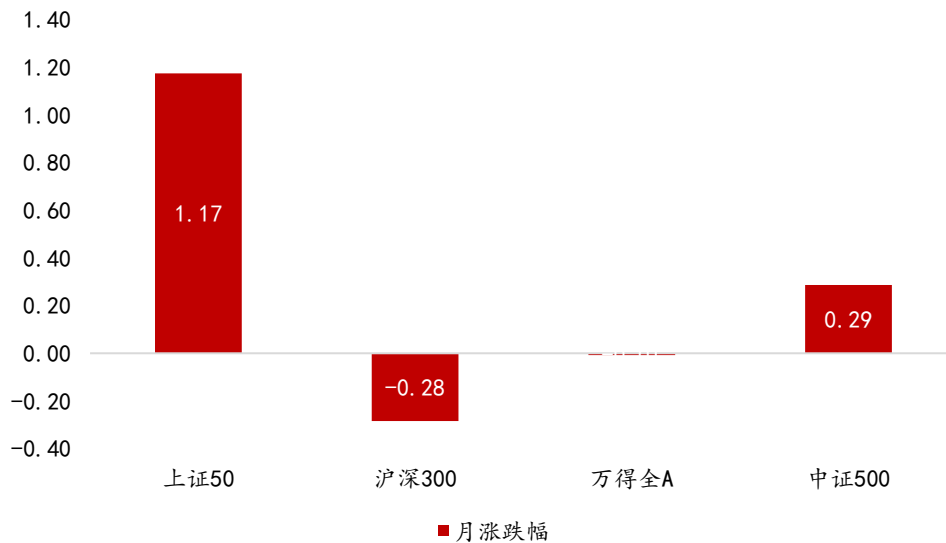
2. 大类资产观点

2.1 A 股市场

2021 年 2 月市场回顾：股市先涨后跌，债市弱势调整

股市方面，以春节为界，市场呈现明显的风格切换。节前，食品饮料、医药等板块加速上行；节后，前期机构抱团板块呈现大幅调整，而低估值的滞涨板块则补涨明显。地产、钢铁和农林牧渔涨幅居前；新能源、汽车和食品饮料则出现大幅下跌。

图：2021 年 2 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

2.2 债券市场

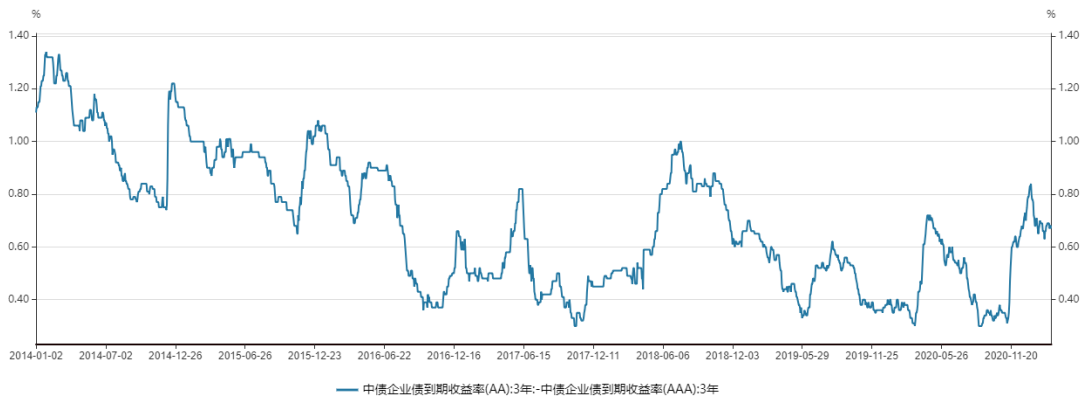
2月受到海外美债收益率快速上行的影响，国内债市也呈现熊陡行情。2月节前两周，央行资金投放力度不及预期，叠加节前效应市场资金利率波动较大，同时社融增速超预期，债市震荡收跌；节后两周公开市场到期压力不大，但央行对货币市场利率波动容忍度提高，导致机构对债市观望情绪加大，同时大宗商品大涨也一定程度上助推了通胀预期的升温，债市继续弱势震荡。

图：长端收益率小幅上行，期限利差有所走阔



数据来源：Wind 资讯

图：信用利差从高位回落



数据来源：Wind 资讯

2.3 港股市场

2月恒生指数上涨 2.5%，恒生国企指数上涨 0.3%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，1) 小型股（涨 7.0%）领涨，中型股（涨 1.7%）表现优于大型股（涨 1.0%）；2) 香港本地/外资股（涨 4.4%）表现弱于中资股（涨 5.2%）；3) 行业方面，恒生原材料业、能源业、电讯业、地产建筑业表现较佳，恒生必需性消费业、资讯科技业和医疗保健业表现较差。海外方面，美联储将延续此前每月 1200 亿的购债速率，财政政策方面，美国众议院计划实施 1.9 万亿美元刺激计划。由于新一轮刺激叠加疫苗接种进程良好，市场对于通胀预期快速上行、美国 10 年期国债收益率

一度突破 1.6%。香港特区政府宣布，拟将股票交易印花税税率由 0.1% 上调至 0.13%。受此事件影响，南下资金与外资明显流出港股。国内方面，央行仍维持缩量续作的节奏，市场对央行收紧流动性担忧持续存在，叠加海外市场出现回撤，A 股市场出现较大的波动。截止 2 月 26 日，恒指 PE (TTM) 为 15.2 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 11.4 倍，较 1 月底有所上调；离岸人民币兑美元汇率本月下跌 0.45%，美元兑离岸人民币汇率为 6.4807。2 月底人民币 3 个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为 605bp，较 1 月底的 393bp 有所上升，显示短期人民币贬值压力有所增大。资金方面，境内外流动性仍处于总量宽松阶段。2 月底恒生 AH 股溢价指数较 1 月底略有下降，但仍处于近四年来的高位水平；AH 溢价指数为 137.6，低于 1 月底的 138.1，H 股表现优于 A 股，港股相对强势。

展望 3 月，由于目前市场受通胀预期快速上升所影响，出现较为明显的交易行为，短期冲击较为明显。随着后续市场对于通胀预期的钝化，港股市场将回归以盈利修复为基础的行情。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）国内外疫苗接种进程稳健，线下消费场景逐渐打开，关注酒店、餐饮、香港本地零售、博彩等板块。（3）部分优质的新经济公司在此次调整后配置价值凸显。（4）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

整体来看，2 月份美股市场分化，标普 500 指数 2 月累计上涨 0.98%，道琼斯工业指数上涨 2.33%，纳斯达克综合指数下跌 1.60%。2 月底，美债收益率持续上升引发市场担忧。随着当地时间 2 月 25 日 10 年期美债收益率升破 1.5% 关键关口，全球风险资产应声下跌，高估值的科技股首当其冲。美债收益率上行引发海外风险资产、尤其是成长股大幅调整，而价值股的相对投资价值因更受益于经济复苏而日益凸现。

影响美股的具体事件展开如下：1) 不及预期的非农就业数据或许能促使拜登推动美国国会通过 1.9 万亿美元复苏计划。美国财政部长耶伦称：“需要 1.9 万亿美元刺激计划，以缓解新冠大流行带来的痛苦”。美国参议院在经过辩论与投票后通过了预算决议，意味着民主党未来能够以简单多数票推动拜登政府的 1.9 万亿美元的纾困计划。2) 伴随美债收益率的快速上行，当前美国 10 年期国债隐含的长期通胀预期已达 2.16%，逼近过去 8 年最高水平，高于美联储的平均通胀目标水平，短期内可能仍有进一步上行趋势，这也使得投资者对于通胀预期上行引发美联储政策转向的担忧持续升温。

2021 年 2 月，疫苗广泛接种后疫情消退，全球经济进入复苏状态，周期类行业普遍进入补库状态，美国经济复苏较快。从股市结构来看，美股中占比较高的成长股面临着过于乐观的风险，几乎把未来 3 年的盈利增长都计入价格，利率上行将继续压低偏低的风险溢价，相比 2013 年时“QE 缩减恐慌”，当前美股更加脆弱。

从利率上来讲，在美国大规模财政货币政策刺激下，随着疫苗普及加快以及相对有效率提升，判断目前美债 10 年期实际利率的阶段性的低点很可能在 1 月已经出现。预计从 2 月开始至年底美债 10 年期收益率还有 30-40bp 的上行空间，至 1.7% 左右。若实际利率相对低点上升 50bp，这将导致美股盈利收益率上升 25-60bp，相当于 5%-12% 的

美股跌幅。当前美债收益率上行并不意味着美股下行趋势性拐点出现，未来美股股价进一步上涨仍可能通过股息增长率或者盈利增速上修来对冲估值下滑或风险溢价 ERP 的再次大幅回落来实现，只不过价值股的股息增长率将更受益于经济复苏，其相对投资价值日益凸现。

从估值上来讲，长端美债利率上行对全球股市估值的压力最为直接，美股自然首当其冲。10 年期美债利率上行之际，标普 500 指数权益风险溢价（ERP）从 2.3% 降至 1.8%，显示整体风险偏好尚未下降；加上 2021 年标普 500 指数每股盈利（EPS）预期稳定在 170 美元，2022 年每股盈利（EPS）预期从 191 美元升至 197 美元，长端利率上行对美股估值的压力还不明显。比较脆弱的是科技股：按照现有盈利预期，直到 2022 年纳斯达克指数估值都将稳定在 27 倍，处于 2003 年以来最高水平。

从配置上来讲，虽然长端美债利率上行对美股估值没有明显压力，并不代表美股上行趋势不受影响。随着利率飙升而来的是债券与股票的投资组合占比失衡，2 月份投资者倾向进行投资组合再平衡——买入美债，卖出美股。类似场景 2018 年一季度也出现过：长端美债利率和美股一起上涨，触发投资组合再平衡。美股抛盘推高 VIX 指数，引起量化 CTA 基金和风险平价基金跟风操作，美股出现明显的调整。**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 3 月可能出现的风险点：1) 由于金融危机后到疫情暴发前全球处于“弱库兹涅茨周期+弱资本开支周期”阶段，因此美股行业中科技类、非核心消费以及房地产（类 REITS 资产）等行业表现突出。但疫情结束后的 5-8 年全球在“弱库兹涅茨周期+强资本开支周期”下将迎来风格切换，核心消费、医疗将开始明显跑赢，金融与非核心消费也值得关注，而信息技术或将明显跑输。2) 美国疫苗接种进度“渐入佳境”、经济重启动能集聚。美国通胀预期一路攀升。政策“呵护”反弹并“容忍”通胀——拜登政府强力财政刺激方案逐渐成型、美联储总体保持鸽派态度，风险点在于美联储态度并没有及时转向，使得市场上对通胀的交易逻辑证伪。美联储 FOMC 货币政策会议纪要指出“美国经济恢复情况离目标尚远，重申美联储将保持宽松的货币政策。”从历史角度来看，利率仍然很低，美联储仍然致力于使用各种工具保持货币宽松，以确保经济复苏将尽可能强劲。在宽松的货币政策下，成长型股票可能并不会快速走弱，如果复苏有限，以能源、原材料和有色为代表的顺周期股票反弹有限。3) 美债收益率继续上行对美股的影响，直接取决于后期上行的主因是通胀预期改善，还是实际收益率上行，前者利好美股，后者则推动美股调整。只要通胀环境能得到实质性修复，经济复苏进程持续推进，那么即便实际收益率上行带来纳指中的高估值股票股价下调，但只要同期标普 500 指数中的价值股在经济基本面改善推动下上涨，那么美债收益率上行带动的美股调整，更多体现为风格转换。**我们主要关注美联储的动态，如果美联储货币政策明显转向，说明经济过热，重点加仓顺周期价值股。如果美联储未明显转向，说明经济复苏有待提升，成长股仍有空间。总体配置建议，根据经济复苏节奏逐渐向顺周期价值股转向，但不应大幅削减成长股仓位。**

2.5 原油市场

向上趋势未结束，逢低做多为主

2月原油市场行情回顾：

回顾 21 年 2 月以来的国际原油价格的影响因素，而在新冠疫苗推广与接种的过程中，全球疫情形势逐渐向好、经济修复进度加快促进了原油需求的快速回升。而在供给端，由于诸多扰动因素的出现，全球原油供应呈现偏紧趋势，如沙特自愿减产 100 万桶/日、利比亚石油产量由于罢工导致产量下降、极端严寒天气导致美国德克萨斯州的炼油厂关闭等，使得国际原油价格在震荡中一路上行，WTI 原油期货价格收于 63.53 美元/桶，已经恢复至疫情前水平。

从供应端来看，1 月份 OPEC 成员国石油出口除阿联酋外均有所减少。欧佩克 1 月按原计划提高了原油产量，但由于长期陷入困境的成员国供应中断，产量增幅有所减弱。一项调查显示，欧佩克今年 1 月将石油日产量提高了 19 万桶，这符合欧佩克+达成的恢复疫情期间中断的部分供应的协议。然而，增产幅度仅是计划的三分之二，因欧佩克波斯湾出口国的产量增长被非洲国家尼日利亚和利比亚的供应中断所抵消。调查显示，欧佩克 13 个成员国 1 月份的平均日产量为 2567 万桶。而即使限产措施已经放松，OPEC 核心国家原油出口仍有所下滑。尽管限制产量措施有所放宽，且产量增加，但 OPEC 波斯湾产油国上个月的石油出货量仍有所下滑。而船舶追踪数据显示，1 月从沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋和科威特发运的原油和凝析油总出货量比 12 月减少了近 43 万桶/天，而阿联酋是上个月唯一一个增加出货量的国家。而在三国鼎立的格局下，美国产量由于严寒天气受到重创，而俄罗斯、沙特等其他供应国增量有限。1 月份俄罗斯原油产量为 1016 万桶/日、沙特产量目前总水平在 912 万桶/日，而美国南部受极寒天气影响，页岩油产量出现大幅损失，上周美国日度原油产量降至 970 万桶/日，由寒潮带来的产量损失加剧了全球原油供应紧张的程度。截止 2 月 19 日当周，美国原油出口量日均 231.4 万桶，为 11 周以来最低，比前周每日出口量减少 154.8 万桶，比去年同期日均出口量减少 134.3 万桶，过去的四周，美国原油日均出口量 306.9 万桶，比去年同期减少 9.8%。今年以来美国原油日均出口 298.5 万桶，比去年同期减少 12.6%。

而从需求端来看，各大机构下调了原油需求的增速预期。IEA 的月报中显示，因为新的封锁措施将抑制需求复苏，故下调原油需求预期。将 2021 年一季度全球原油需求预测下调 60 万桶/日，并将 2021 年全年原油需求预测下调 30 万桶/日。预计 2021 年全年原油需求将恢复 550 万桶/日至 9660 万桶/日，供应将增加 120 万桶/日。鉴于 2021 年下半年经济有望改善，原油供应存在进一步上涨的空间。根据 OPEC 月报，2021 年全球经济显示出健康复苏的迹象，但目前需求滞后，预计原油需求将在 2021 年下半年回升，将 2021 年全球原油需求从 2720 万桶/日上调至 2750 万桶/日。OPEC1 月原油产量增加了 18 万桶/日，达 2550 万桶/日。12 月经合组织库存减少了 3930 万桶至 31 亿桶，较五年均值水平低 1.43 亿桶。

图：2021年2月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

3月原油市场行情展望：

展望3月份，从供应端来看，3月4日召开OPEC+部长级会议上对减产的决议。目前从舆论来看有两种情形：第一种情形是沙特在2月、3月的自愿减产100万桶/日的计划将于3月结束，也意味着沙特也即OPEC+总体将从4月开始供应将往上增加100万桶/日。第二种情形是从4月开始OPEC+日产量增加50万桶，按照增产配额来增加产量，再叠加沙特产量恢复的100万桶/日，总增产为150万桶/日。那么OPEC+会议达成的效果最差的情形是供应增加150万桶/日，基于目前沙特为首的OPEC对于预期管理的加强，预计会议结果对油价有短期的冲击，但目前难以决定油价的拐点，所以对OPEC会议的结果我们预期比较中性。边际供应虽有增加，但油价不会改变趋势。从需求端来看，后疫情时期，疫苗的接种率提升，海外新增确诊病例出现明确拐点，对全球经济复苏的预期逐步兑现，原油的需求存在确定性的修复空间。目前海外机构对于2021年全球原油需求的增速评估在570万桶/日左右的水平，尤其是上半年经济预期较为乐观。从事件驱动的延续来看，3月中下旬美国炼厂开工有望恢复至正常水平，届时对于美国原油的需求将提供较大的边际影响，油价偏利多。

未来油价，我们认为向上趋势未结束，二季度整体价格高度有望冲刺75-80美元/桶，不过节奏会更重于趋势。还有供给的短期扰动，3月初的OPEC+会议可能释放供应边际放松的信号。但**2021年美国页岩油供应在这次寒冷风暴的影响下可能会减少大约20万-50万桶/日**，目前在美国新的政策下，页岩油的资本投资将受到限制，页岩油增量将大幅不及预期。综上所述，供给端的扰动会有短期的影响，但不能改变目前供小于求的平衡格局，因而对应产业链是延续去库周期，**油价在二季度前可能达到75美元/桶，油价仍逢低做多为主。**

2.6 黄金市场

法案落地叠加疫苗有序接种催动经济复苏，预计3月黄金价格中枢下行

2月黄金市场回顾：

黄金价格在2月份整体大幅下行，符合此前预期。2月26日收盘价为1733.0美元，较1月29日1849.8美元的收盘价收跌6.31%。月内高点于2月1日收1863.8美元，低点于2月26日收1733.0美元。**整体来看，2月金价处于整体震荡、中枢下行的状态，符合此前预期。**

我们认为2020年2月黄金价格走势主要遵循的逻辑是：总规模约1.9万亿美元的《美国救援计划》获众议院通过，强化了经济复苏预期。

2月27日，美国众议院投票通过了1.9万亿美元经济救助计划。若在9000亿美元的财政刺激方案的基础上叠加1.9万亿美元的财政刺激，2021年美国赤字规模可能上至3万亿美元，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。

金价的下跌也受到实际利率上行的影响。如果把十年期美国国债收益率作为名义收益率，同期限的通胀保护国债（TIPS）收益率为实际收益率，二者之差则为通胀预期。截至2月26日，10年期美债收益率收于1.44%，根据收益率构成拆分来看通胀预期为2.15%，实际利率为-0.71%。金价和实际利率呈现出负相关的关系，从2月至今，美债收益率共计上行33BP，其中通胀预期仅上行2BP，实际利率上行31BP。实际利率的一路走高也验证了金价的下跌。

COMEX黄金价格指数在2021年2月大幅下行



资料来源：Wind，招商基金

3月黄金市场展望：

对3月Comex黄金价格走势，我们继续保持整体震荡，中枢下行的观点。整体来看，三月份经济复苏预期将继续发酵。2月27日，美国众议院投票通过了1.9万亿美元的经济救助计划，并可能通过财政调解的方式在3月落地。与此同时疫苗接种的稳步推进使得疫情大幅改善，经济超预期复苏，金价下行反应经济复苏预期持续发酵。

一是1.9万亿美元的《美国救援计划》预期通过财政调解的方式落地。2月27日，美国众议院投票通过了1.9万亿美元经济救助计划；按照立法流程，该法案将于3月上旬在参议院进行表决。目前分歧较大的地方主要集中在上调最低工资至15美元的条款上，但该条款的实施与否对《美国援救计划》的总金额影响不大。在国会通过立法后，预计拜登将尽快推动法案落地促进经济复苏。

二是疫苗接种的稳步推进。据Our World in Data，截至2月27日，美国已接种疫苗剂量为7581万剂，每百人中施用的疫苗接种数为21.77剂，接受至少一剂疫苗的人所占比例为14.5%，接受过两剂（完全接种）的人所占比例为7.1%。根据当前美国医药协会预测，Q1美国将开始一阶段疫苗注射，一季度末计划疫苗注射覆盖人群比例超过20%；Q2为美国疫苗注射速度的高峰期，Q2末计划疫苗注射覆盖的人群比例超过80%。预计疫苗普及工作展开使经济复苏加速，黄金等避险资产预期价格进一步走跌。

三是经济可能超预期复苏并被逐步计价，具体表现为实际收益率可能回升至0利率以上，以此反映实际经济复苏预期。当前实际收益率的上行实质是投资者逐渐按照基本面对实际收益率进行再定价，从近期市场表现来看，通胀预期的定价相对较为充分，实际收益率仍有进一步上行空间，如果后续实际收益率回升至0%以上，仍将为10年期美债贡献约的上行空间。**根据实际收益率与金价的负向关系，实际收益率上行将进一步推低金价。**

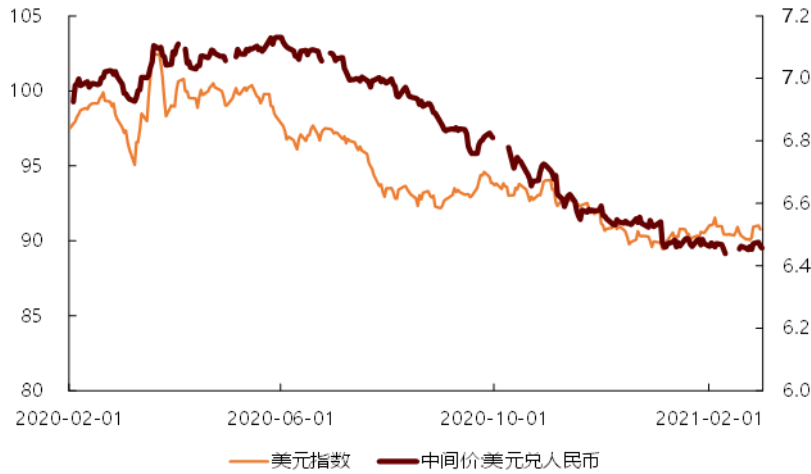
2.7 汇率市场

预计3月份的人民币汇率依然以震荡走势为主

2021年2月汇率走势回顾：人民币汇率维持震荡走势，美元指数维持震荡走势。

在2020年2月份，人民币汇率呈现震荡的走势，相较于前期，升值的动能减弱较多。美元指数由前期的下降走势，转为震荡走势。从汇率的变化上来看，可见市场对于经济复苏的预期开始增加，预计未来一段时间内将会回到以往的稳态过程中，即意味着汇率也将逐渐回到以震荡走势为主的情况中。目前来看，美国和中国都呈现出了较好的经济复苏情况。预计短期内两国的货币没有明显升值或者贬值的动能，预计以呈现出震荡的走势为主。

图：2021年2月份人民币汇率震荡，美元指数小幅回升



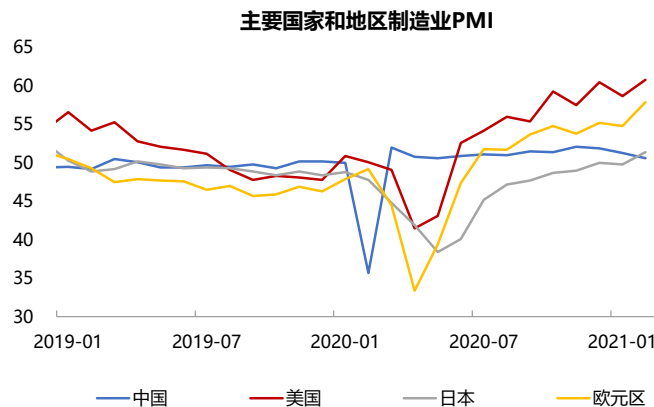
资料来源：Wind 资讯，招商基金

2021年3月汇率走势展望：预计人民币汇率依然以震荡走势为主。

受益于强大的经济刺激政策，美国的 PMI 不断上升，市场对于经济复苏的信心较强，对于未来的经济发展持乐观态度。因此对于美元指数的走势，在强大市场信心的带动下，预计将会有较强的支撑，预计3月份的美元走势呈现出震荡走势。

对于中国而言，虽然2021年2月份的 PMI 为 50.6，处于边缘走弱的情况。但是考虑到中国的 PMI 已经连续多月处于荣枯线以上，中国的经济发展预计将会以较好的态势发展。但美国疫情有望在二季度末实现全民免疫，美国经济复苏超预期走强。从经济发展情况来看，预计2021年中国经济不再全球一枝独秀。中国的经常账户顺差规模预计大概率收窄，中美利差预计收敛，多种因素叠加将会削弱人民币升值的基础。**综上所述，预计在2021年3月份，人民币汇率预计继续呈现震荡走势的可能性较大。**

图：2021年2月，美国的 PMI 为 60.8，中国 PMI 为 50.6



资料来源：Wind，招商基金

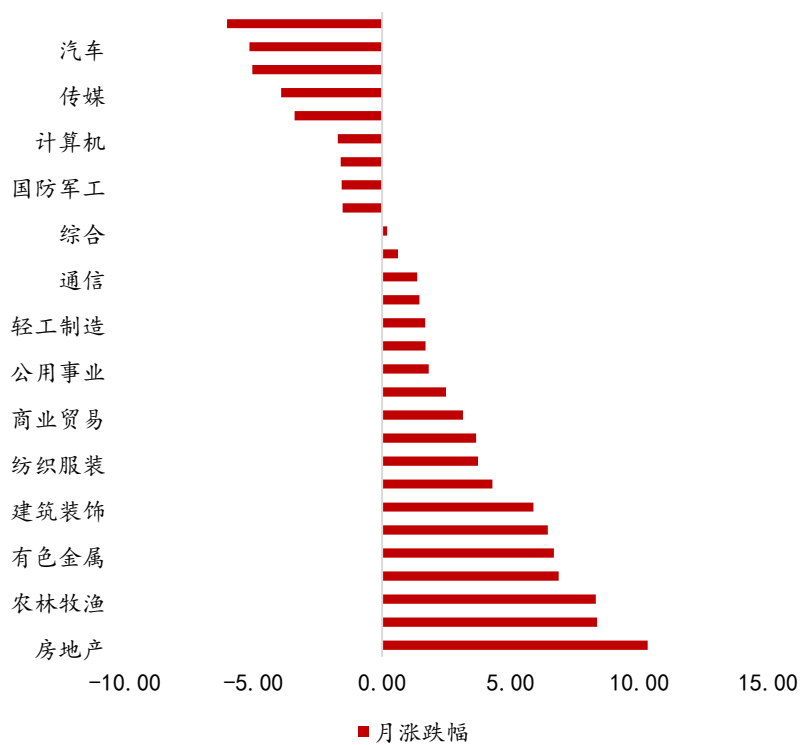
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

2021年2月市场回顾：指数先涨后跌、板块严重分化，地产、钢铁和农林牧渔表现较好，新能源、汽车和食品饮料跌幅居前

结构上出现明显的风格切换，前期机构重仓板块出现大幅下跌，顺周期板块相对收益明显，地产、钢铁和农林牧渔涨幅居前；新能源、汽车和食品饮料跌幅居前。

图：2021年2月行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind

A 股走向判断：大势不悲观，结构上流动性驱动弱化、更强调盈利和估值的匹配度

我们认为，部分泡沫化板块的风险快速释放之后，指数整体的下行风险已经不大，考虑到国内外流动性尚未出现方向性拐点，且全球经济复苏前景良好，市场仍存在结构性的做多机会，但需密切关注国内信用扩张周期的拐点。

海外，在疫情完全恢复之前，美联储仍将维持流动性宽松，近期美债利率或已存在超调迹象，中期看联储的宽松立场仍将使利率滞后于经济基本上行。从当前的估值水平看，截至2月26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73%、75%、25%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/2/26	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	23.1	58.2	11.5	19.7	76%												√
	WIND全A (剔除金融石油石化)	39.1	76.2	13.8	29.5	73%												√
	上证综指(剔除银行)+中位数	25.6	66.3	16.0	28.4	40%				√								
	上证50	14.2	48.5	6.9	11.3	73%												√
	沪深300	16.3	51.1	8.0	13.6	75%												√
	中证500	27.8	92.8	16.0	32.9	25%			√									
	中小板100指数	35.2	67.7	14.5	32.3	67%											√	
	创业板100指数	68.1	137.9	27.0	52.0	87%												√
	中小板综合	49.8	96.7	15.9	41.8	74%												√
	创业板综合	100.1	174.9	28.1	61.3	81%												√

数据来源：Wind 资讯，申万宏源

结构选择：关注低估值顺周期主线以及中盘优质股的修复机会

在结构上，估值体系的修正将体现为确定性溢价和赛道权重的下降、当期业绩的权重上升，核心品种迎来分化，而偏中上游周期及金融地产将获得资金阶段性配置，后期关注的标的主要为国内信用扩张周期的拐点。建议关注三条主线，第一，抓住调整时机坚定配置向再通胀主题及低估值板块；第二，疫情受损板块有望在今年迎来最后修复，包括酒店航空影院保险等；第三，合理估值将成为流动性溢价下降背景中的重要保护，前期机构抱团重仓股可能迎来分化，需要重新审视估值和增速匹配度，部分增速优于估值的优质中小市值成长股已经具备中期布局价值。

银行：板块的核心逻辑是宏观经济修复，银行经营向好，政策压制减弱。在利率上行且经济基本面改善的环境中银行板块的息差有望上行，重点关注资产质量和息差方面有较好表现的优质股份行。

房地产：行业进入供给侧改革阶段，政策导向利好头部房企保持稳健经营，市占率有望温和提升。行业表现的催化剂包括新房销售持续韧性，一级市场溢价率下降后放低拿地毛利率改善，头部房企集中度提升。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2021 年 2 月市场回顾

利率债方面，2 月债券市场为长短期分化的走势。利率方面，1 年国债全月下行 7.6bp 收于 2.60%；5 年国债上行 10.4bp 收于 3.11%；10 年国债上行 10.1bp 收于 3.28%；5 年国开上行 6.2bp 收于 3.47%，10 年国开上行 16.5bp 收于 3.75%，市场整体走弱，期限利差走阔。**信用债方面，不同等级及期限信用债品种估值收益率分化，AAA 评级品种收益率上行，其他品种大体下行，AA+品种表现相对好。**公开市场操作方面，2 月央行公开市场操作净回笼 3140 亿，MLF 等量续作，存单发行量价齐升。

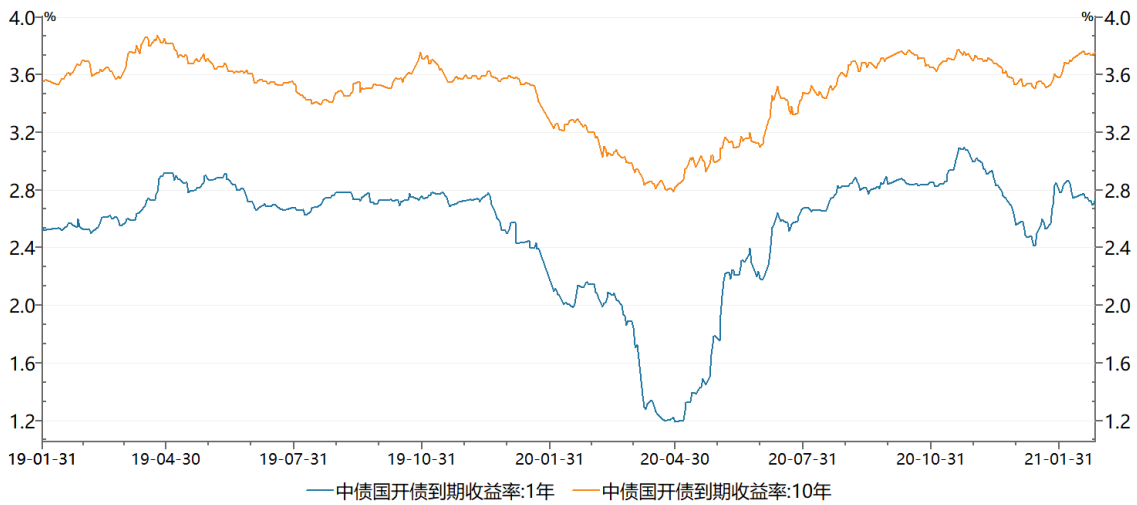
基本面方面，2 月高频数据上购房需求和大宗商品价格均较强，生产不同行业有强有弱。生产方面，PTA 产业负荷率、高炉开工率、炼油厂开工率走势偏强，钢胎半钢胎开工率较 1 月有所回落。需求方面，2 月 30 大中城房地产成交面积达到 34.14 万平米，较 2019 年增长 20.7%。2 月汽车零售和厂商批发销量走势较 1 月有所回落，主因春节因素。南华工业品、CRB 指数全月大幅上涨。已经公布的景气指数显示 2 月经济运行边际下行。2 月官方制造业 PMI 为 50.6，前值 51.3。产需两端扩张放缓。生产指数和新订单指数分别为 51.9 和 51.5，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点。新出口订单指数和进口指数分别为 48.8 和 49.6，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点。前期圣诞季海

外需求集中释放，叠加全球供应链恢复中国处在春节，出口缩减在预期之中。价格指数上，出厂价格强于原材料价格，预计对利润有改善支持。

资金面上，2月资金面转紧。1月R001月均值下行30bp至1.95%；R007月均值下行19BP至2.43%；3M SHIBOR与三个月同业存单发行利率回升。

政策面上，中国人民银行转发《金融时报》文章，文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

图：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

3月市场展望

受上述因素影响，短期来看，基本面方面，2月高频数据呈现的结构是，居民购房购车需求强，生产较往年偏弱；社零消费增速恢复仍距离疫前的8%-10%有较大差距（商务部数据春节期间全国重点零售和餐饮企业实现销售额约8210亿元，比2019年春节黄金周增长4.9%，两年复合增长率仅2.4%）；央行春节前后货币政策操作偏紧，叠加通胀预期，短端承压更大；社融增速连续3个月回落，这是债市的重要利好因素；地产政策的收紧进一步压制融资。

投资策略

具体策略方面，**时间和大类资产相对价值仍站在债券这一边**，维持10年国债3.3-3.4%是短期收益率顶部区域的判断；交易型资金可在具有相对价值的位置，梯度建仓博取超跌反弹；**目前诸多债市技术指标指向债市尚未在债熊极端水平，收益率中期可能还是震荡，配置型资金建议维持久期和杠杆，重视票息，二季度调整到位后可积极加仓。**

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

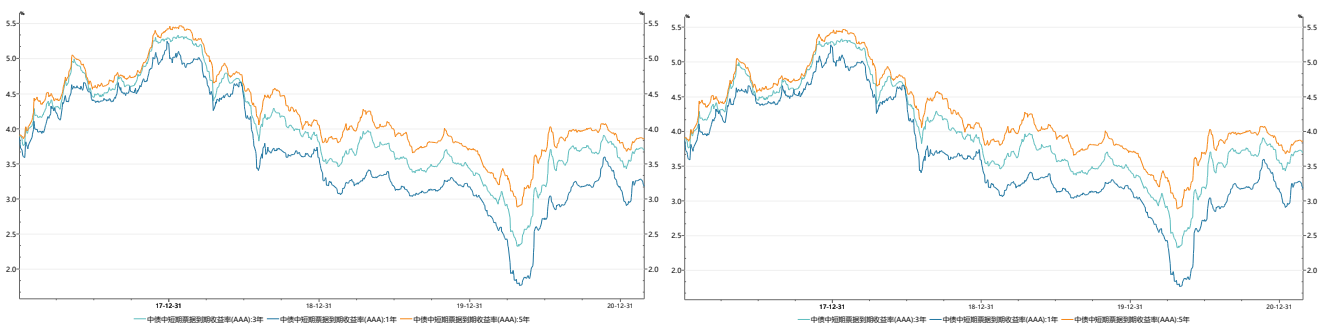
一级市场方面，今年2月全市场信用债发行走势基本符合历史上的季节性特征，受春节假期因素影响，**发行量出现较大幅度下滑**，其中毛发行5423亿元，净发行926亿元，分别较上月下降6647亿元和2618亿元，整体看

2 月份信用债总发行规模位于历史同期中位水平。2 月份公司债、企业债及中票合计发行金额为 2117 亿元，净融资额 739 亿元，各品种债券总发行量均环比有所下滑。

二级市场方面，债市收益率受节后股市大跌、美债收益率提升和通胀预期影响在 2 月份略有上行，由于通胀预期推升长端利率以及资金面相对宽松保证短端利率平稳，整体期限利差呈走阔态势，以 AAA 级中短期票据为例，2 月份 5 年中短期票据收益率上行 4.7bp，3 年中短期票据收益率上行 2.8bp，1 年中短期票据收益率下行 6.6bp。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 2018 年底的前高水平，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。**不过考虑到中低评级信用债近期风险事件频发，信用利差仍未修复，不轻易信用下沉。

图 3 年期各等级中短期票据到期收益率走势

图 AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



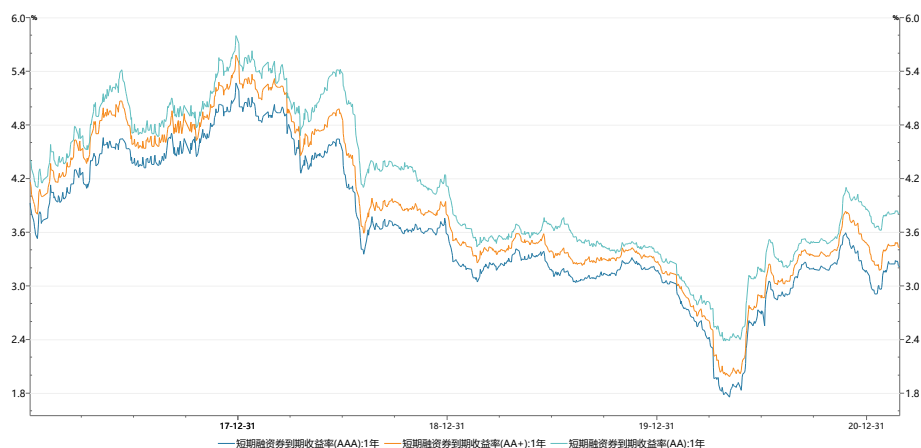
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年 2 月份短期融资券总发行量为 2889 亿元，净融资为 92 亿元，环比分别下降 2399 亿和 317 亿，可以看到短融毛发行量位于历史同期较高水平，但受 2 月短债到期压力影响，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 86%。

二级市场方面，2 月份短融收益率整体呈小幅上行趋势，且等级利差收窄，其中 AAA 短融收益率上行 4.4bp，AA+短融收益率上行 2.5bp，AA 短融收益率上行 1.4bp。目前 1 年中高等级信用利差处于历史 30%分位以下，仅 1 年 AA 位于历史中位附近，短端性价比不高。

图： 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，当前市场在通胀预期抬升、疫苗大规模接种及企业信用环境边际收紧等诸多逻辑叠加下，后续走势仍存在分歧，2021年一季度信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力增厚资产收益。

3.2.3 可转债

2月份A股市场与转债市场先涨后跌，截止到2月28日，万得全A下跌0.01%，中证转债上涨0.68%，转债市场表现优于股票市场。市场以春节为分界点，节前节后风格反转十分明显。节前（二月上旬）转债市场跟随A股市场震荡上涨，且延续之前结构化行情，以基金抱团股上涨为主，市场呈现“二八行情”。节后（二月下旬）开市后在通胀担忧和美债收益率飙升背景下，市场行情得到了反转，中小市值股票涨幅明显，市场风格从前期一线龙头股票切换到二线蓝筹股票。转债市场同样演绎风格反转行情，呈现以下特征：平价中枢止跌上扬，高溢价率转债估值明显下行，前期市场疲软所积累的高估值得以阶段性释放，同时，双低转债涨幅较明显。从当前估值水平来看，经过年初至今的估值压缩，转债整体加权平均转股溢价率水平处于2019年以来的30%水平、同时也处于2017年以来的36%分位数；当前的转债价格中位数为105元，处于2019年以来的10%分位数，处于相对低位。整体来看，当前转债呈现出一定的配置价值。策略上建议保持中性仓位，不建议盲目左侧抄底。个券选择上，建议关注中小盘低价高成长转债和受益于再通胀的顺周期转债这两条主线。同时本月个股2020年度业绩预报将全部披露完毕，可重点关注业绩超预期的转债标的。



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。