



招商基金季度投资策略报告

2021年二季度



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	12
2.4	美股市场	12
2.5	原油市场	14
2.6	黄金市场	16
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	22
3.2.3	可转债	24

招商基金 2021 年二季度投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

美国疫苗接种持续提速，财政加码货币边际回撤

今年以来，欧美疫情出现显著分化，同时伴随美国新一轮财政刺激的落地，市场对于疫后经济前景的预期也进一步趋于乐观；由此也带动了美债长端收益率的显著上行，但得益于整体融资条件仍然宽松，资金继续以极快速度流入权益市场，股市整体呈现较为明显的风格切换；其中新兴市场在 2 月中旬前相对收益明显，此后一定程度上受到了流动性的偏负面影响。**展望二季度，可以预见的是欧美的疫苗接种将进一步提速，线下经济的大范围重启有望带动经济修复斜率进一步走高，同时美联储仍不急于进一步收紧货币，整体环境仍对风险资产有利。**

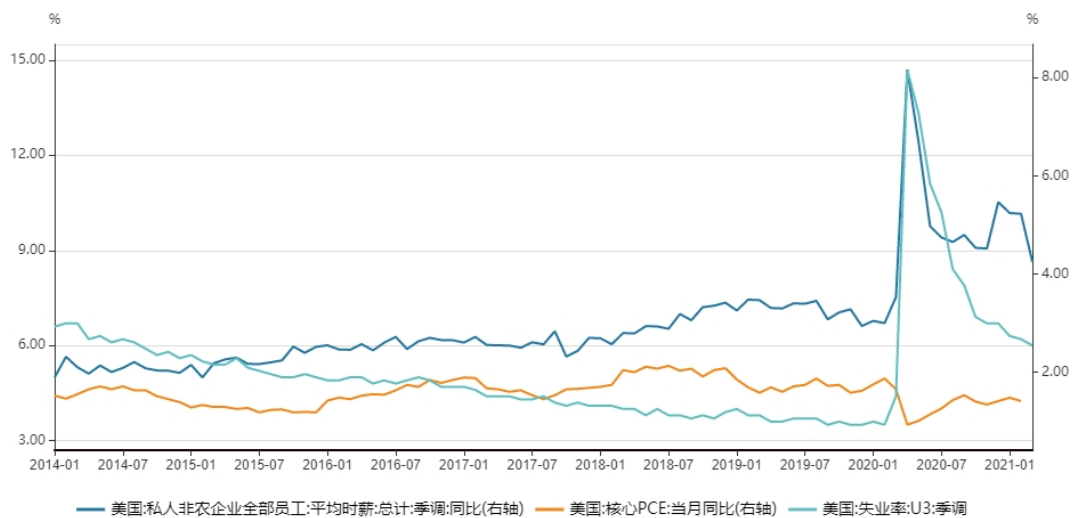
得益于强有力的财政刺激政策以及快速的疫苗接种进程，美国经济的复苏强度高于其他国家，预计这一态势将在二季度延续，同时新一轮财政政策的谈判进展是后续关注重点。美国当前已完成近 50% 人群接种（首针），新增确诊数自 1 月初见顶后未再出现显著反复；白宫表示将在 5 月为所有成年人提供疫苗、同时将在 7 月初前解除小范围集会的限制。同时，在川普去年 12 月的 9000 亿美元的财政纾困法案通过后，新任总统拜登马不停蹄的推动了新一轮 1.9 万亿亿美元的财政刺激方案落地，并在近日提出了新一轮针对基建、制造业和劳工的 2.3 万亿美元规模的财政方案，持续的大力度财政刺激法案有力的支撑了美国居民的现金流以及相应的消费水平。近期公布的经济数据持续超预期，3 月 ISM 制造业 PMI 录得 64.7，创 1983 年 12 月以来新高；3 月 ISM 非制造业 PMI 反弹至 63.7，为该调查历史上的最高水平；3 月季调后非农就业人新增 91.6 万人，为去年 8 月以来最大增幅，且远超市场预期的 64.7 万人。**欧洲方面，疫苗供应方面的瓶颈导致接种节奏显著偏慢，进而导致本轮疫情复发严重；受益于外需的回暖，经济复苏强度整体好于预期；预计在二季度疫苗供应将更为充足，欧元区的接种节奏也将显著提升。**欧元区 3 月制造业 PMI 为 62.5，显著高于 57.9 的前值以及市场预期值；消费者信心正在强劲复苏，3 月份恢复到长期平均水平。整体来看，新的社交限制措施继续限制消费服务业的需求、活动和就业，但这些限制措施比去年更具针对性。因此，继制造业之后，商业服务和金融部门的情况也比去年好得多。日本方面，经济恢复也同样受到了全球需求回暖的支撑，3 月制造业 PMI 较 2 月的 51.4 进一步回升至 52.7，虽然整体的回升幅度弱于欧美。

货币政策方面，鉴于美国经济的恢复势头良好，美联储对于美债利率上行显示了更高的容忍度，美联储表示除非市场出现无序调整，导致整体融资条件短期内出现大幅紧缩，其不会出手干预。10 年期美债收益率自突破 1% 的整数关口后一度上行至接近 1.8%，引发市场对于流动性过快收紧的担忧情绪，但整体来看，本轮资本市场对

于美债收益率上行的反应是相对“有序”的，整体的风险情绪仍然偏向正面。展望后市，我们认为在二季度伴随美国失业率的进一步快速下行以及通胀预期的升温，美联储内部对于明确 taper 时点(宽松速率缩减)的讨论或进一步升温；但加息的门槛仍相对较高，从最新的点阵图来看，虽然美联储较去年 12 月大幅上调了经济预测，但对于首次加息的时点的判断仍将在 2023 年以后。**整体上，全球面临的流动性环境较此前有所恶化，但绝对程度仍较为宽松，土耳其近期的股债市场波动更多有自身特殊原因，新兴市场整体面临的压力暂时来看较为有限。**

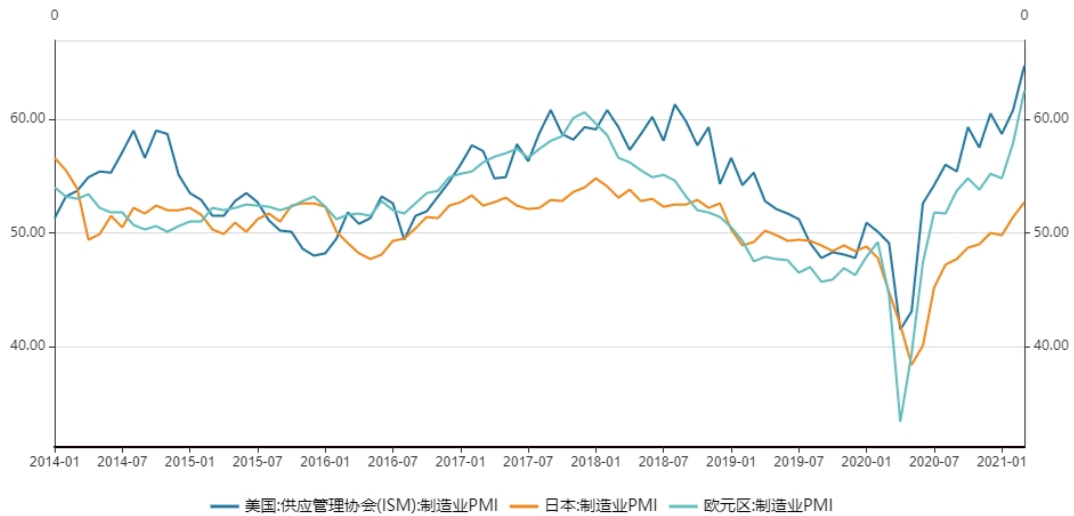
汇率方面，美元指数自今年年初以来震荡走强，主要受到美国疫苗接种节奏更快、经济复苏态势更为强劲的影响，同时伴随着美德利差的走阔。我们认为，压制美元指数中期走强的因素主要仍在于美联储在新政策框架下滞后加息的决策，从历史经验看汇率往往对于短端利差的敏感程度更高，而事实上本轮美债利率上行暂时更多的体现为期限利差的走阔。我们预计，当前，全球经济同步复苏较美国一枝独秀的情形出现的概率更高，对应全球市场风险偏好的上行阶段往往伴随着避险资金的流出，对应美元震荡的概率更高。**对于人民币而言，中美利差自年初以来显著收窄，人民币兑美元也有一定程度走弱，但基于美元指数暂不会大幅上行且国内信用扩张周期尚未结束判断，我们预计二季度人民币兑美元汇率震荡偏弱的概率更高，但暂未有大幅贬值的风险。**

图：美国失业率持续下行，平均时薪增速回落，核心 PCE 见底后弱反弹



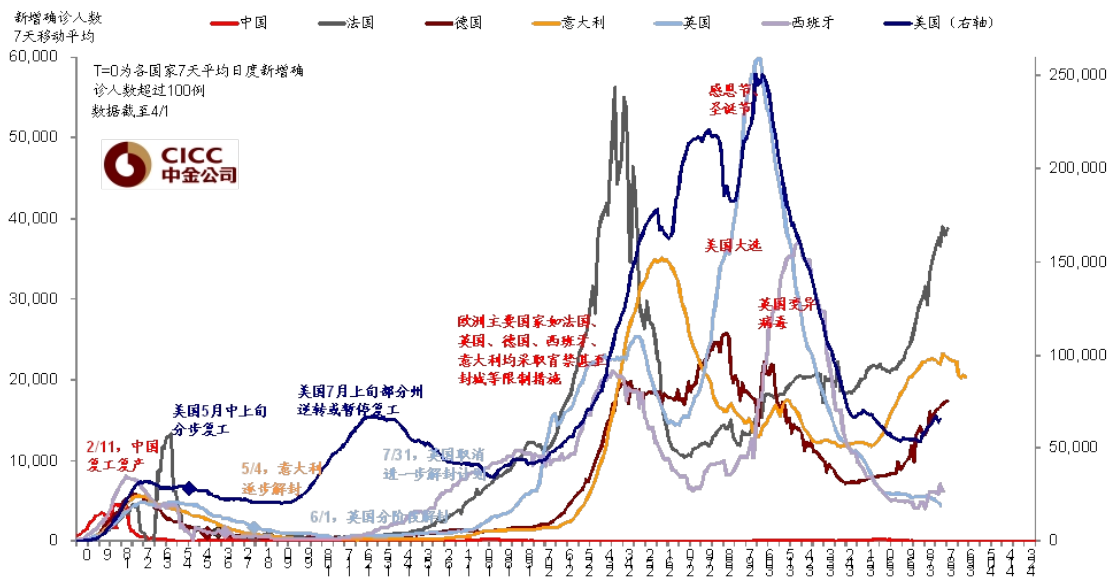
数据来源：Wind，招商基金

图：一季度美欧日制造业 PMI 均呈现大幅上行态势



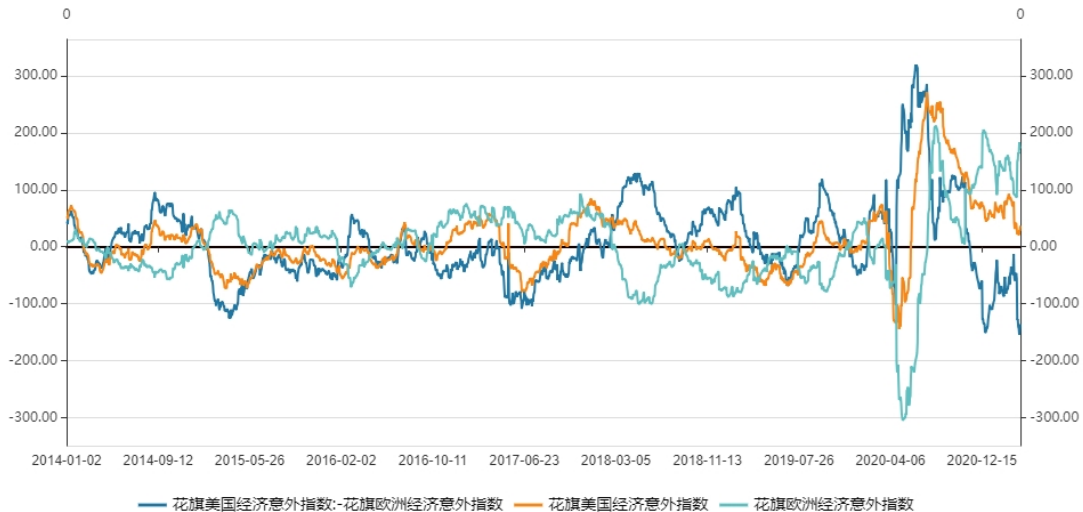
数据来源: Wind, 招商基金

图: 今年一季度欧美疫情出现显著分化, 欧洲疫情明显恶化, 英美疫情控制较好



数据来源: 中金公司, 招商基金

图: 花旗经济意外指数与欧元区之差在一季度先上后下, 整体呈现区间震荡



数据来源：Wind，招商基金

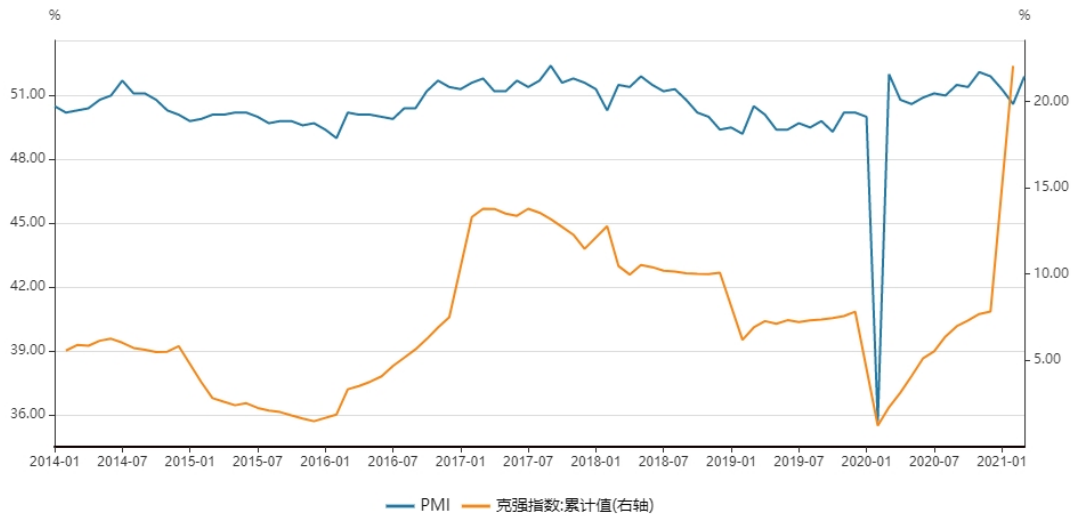
1.2 国内市场

国内：经济仍处扩张，政策稳中偏紧

年初以来的经济数据继续显示供需两旺的态势，流动性则趋于紧平衡，临近季末在财政投放的背景下有转松迹象。一方面，地产终端销售的热度持续得以维持，主因地产商的积极推货以及国内整体流动性的收紧程度有限；由于此前几年的新房销售逐渐进入到交房周期，预计今年地产竣工环节也将保持较高增速，构成地产投资的主要支撑，家居家电等后周期产业有望维持较高景气。另一方面，在海外疫情恢复以及大力度的财政刺激背景下，国内出口整体延续了高景气度，虽然运价和大宗商品原材料的上涨已经开始侵蚀出口商的利润。3月官方制造业PMI为51.9，前值50.6，较2月的环比回升幅度略超历史季节性；其中生产指数53.9%，回升2个百分点；新订单指数53.6%，回升2.1个百分点，显示“就地过年”仍对节后的新开工有正面影响。

流动性方面，伴随央行在公开市场操作上的地量投放，流动性有所趋紧；但整体上，货币政策保持稳定仍是主方向，本周央行一季度例会继续了强调货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间。我们认为，下一阶段央行的货币政策立场仍将是相对谨慎的流动性管理和相对收紧的信贷政策的组合，在保持总量利率和流动性稳定的前提下，采取宏观审慎措施，收紧对某些行业的银行信贷，以抑制局部的资产价格泡沫风险；但考虑到CPI通胀温和、整体经济的恢复仍有不均衡性，央行在短期内加息的压力不强。

图：一季度PMI持续处于荣枯线以上，克强指数也出现显著回升



数据来源：Wind，招商基金

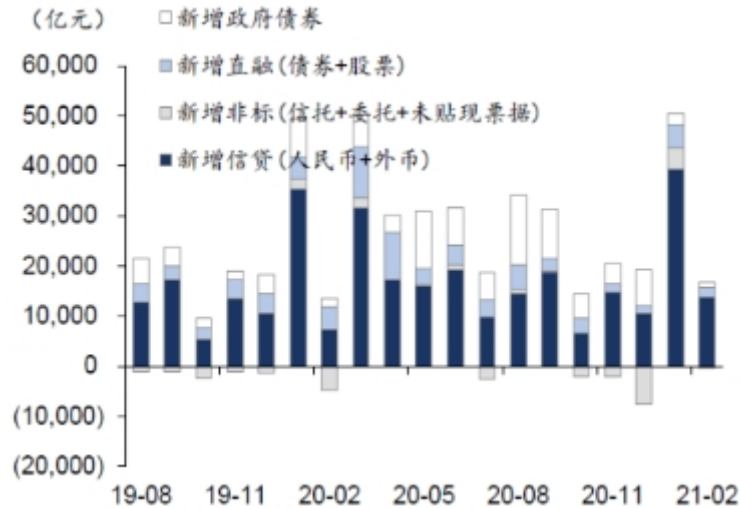
1-2 月的金融数据在总量和结构上继续好于市场预期，显示实体融资供需两旺。2 月新增社融与信贷创历史同期新高、且大幅超出市场预期；社融增速同比 13.3%，较 1 月回升 0.3 个百分点，是去年 11 月以来首次出现回头。结构上，制造业资本开支与居民购房需求旺盛，2 月企业中长期贷款同比多增 6843 亿，居民贷款新增 1421 亿，同比多增 5554 亿，房贷需求仍然强劲。展望后市，鉴于实体经济仍处于信用扩张周期，同时央行在保持全年杠杆率基本稳定的背景下仍将对信贷额度适度进行管控，整体信贷市场仍将处于紧平衡状态。

图：新口径下 2 月社融存量增速再度反弹至 13.3%



数据来源：Wind，招商基金

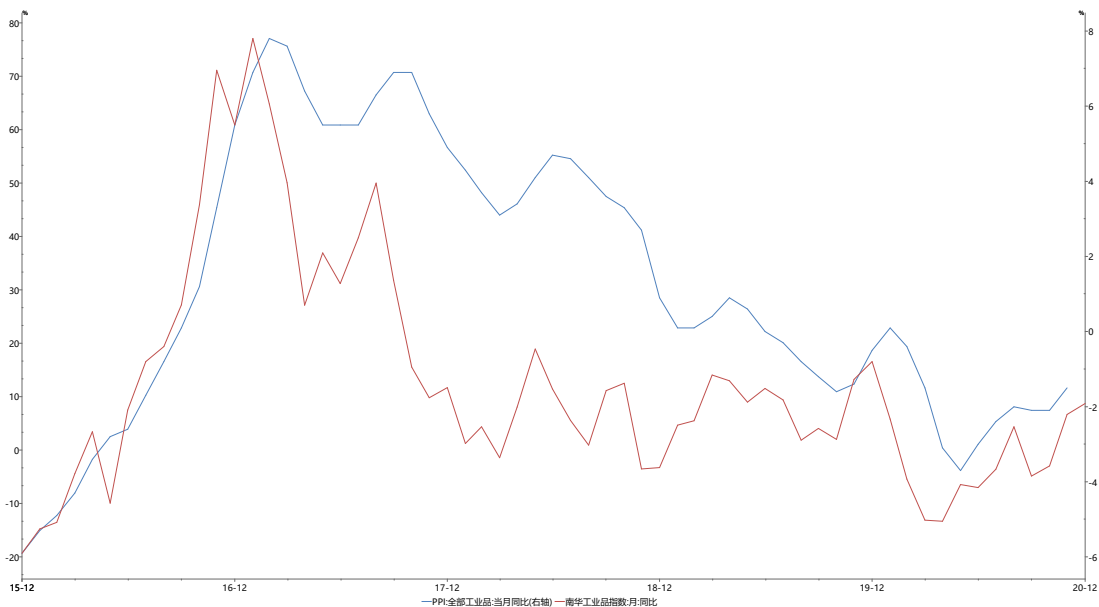
图：1-2 月金融数据整体超预期，结构上企业中长期贷款、居民信贷延续同比多增态势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

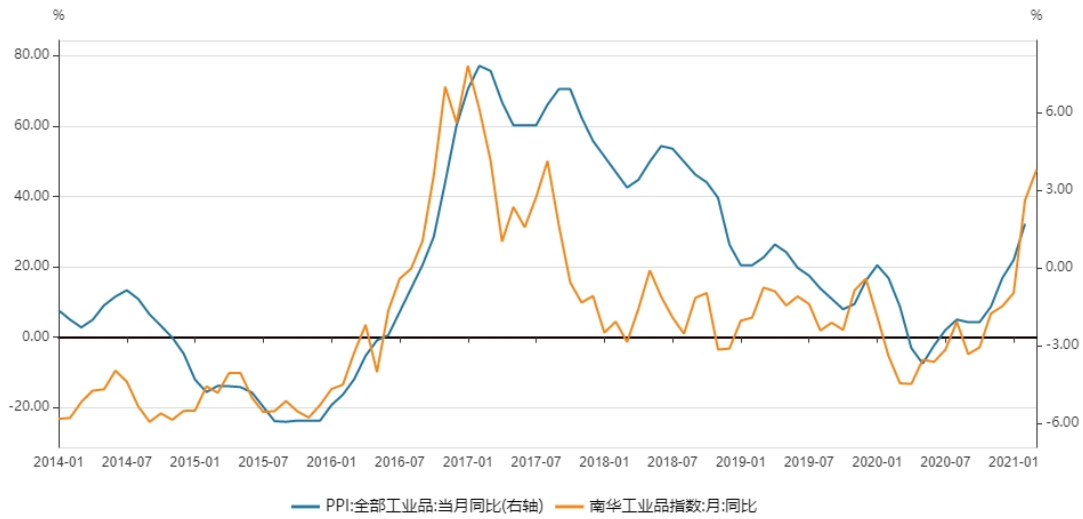
通胀方面，今年以来核心 CPI 和 PPI 持续回升，CPI 同比读数受猪价下行影响相对偏弱。2 月 CPI 同比-0.2%，回升 0.1 个百分点，CPI 回升但幅度偏弱，主要受到食品压制，后续猪价整体仍处下行周期，缓解了今年 CPI 的上行压力。2 月 PPI 同比 1.7%，回升 1.4 个百分点，其中上游生产资料价格环比 1.1%、继续保持上扬态势，主要受到全球大宗商品价格大幅上涨的影响。展望后市，部分新兴市场遭受了通胀压力而被迫进行货币政策紧缩，我国这一压力相对有限，整体仍处于温和再通胀的过程。

图：去年 PPI 同比先跌后涨



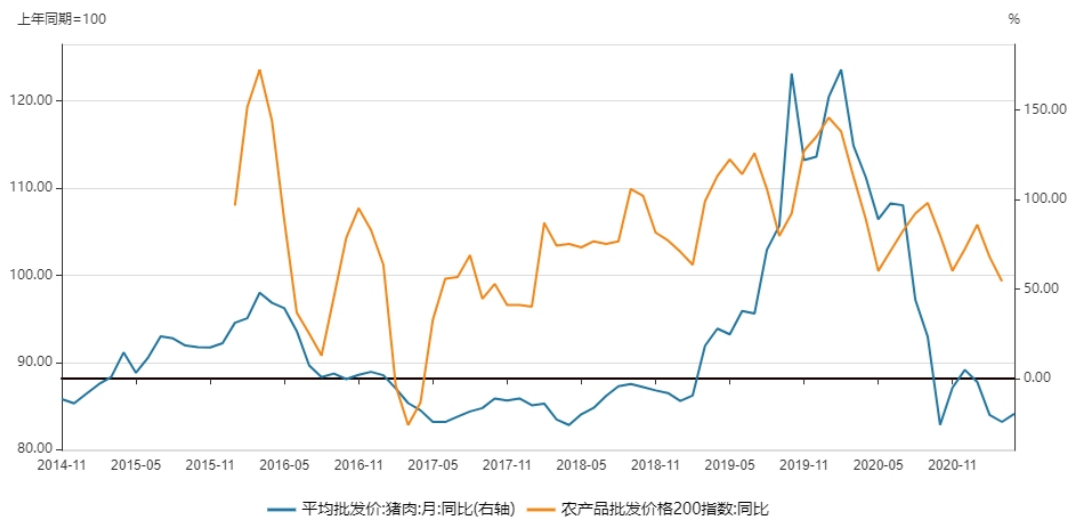
数据来源：Wind，招商基金

图：一季度国际油价和铜等大宗商品价格显著上行，PPI 同比继续回升



数据来源：Wind，招商基金

图：一季度猪肉价格同比增速继续大幅下行，农产品高频价格数据则震荡回落



数据来源：Wind，招商基金

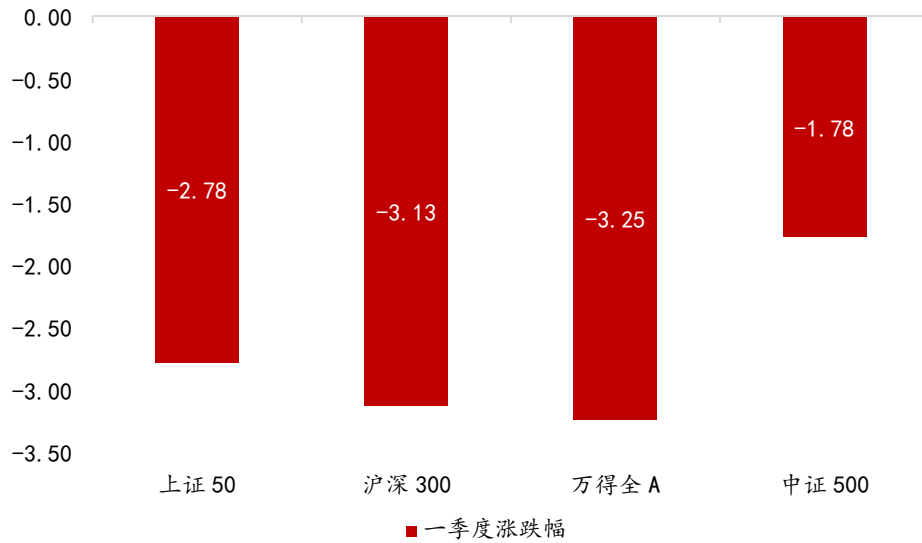
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

一季度市场回顾：股市先涨后跌，债市区间震荡

2021 年一季度，我国股票市场整体录得跌幅（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为-3.25%、-3.13%、-2.78%、-1.78%），节奏上呈现先涨后跌的态势。市场风险偏好在节前加速上行，节后见顶后持续下挫，机构抱团品种成为杀跌主力；期间美债利率和大宗商品快速上行是调整的触发因素，但展开背景则是机构核心持仓品种局部泡沫化明显，持仓结构脆弱性明显。

图：2021 年一季度主要股指涨跌幅

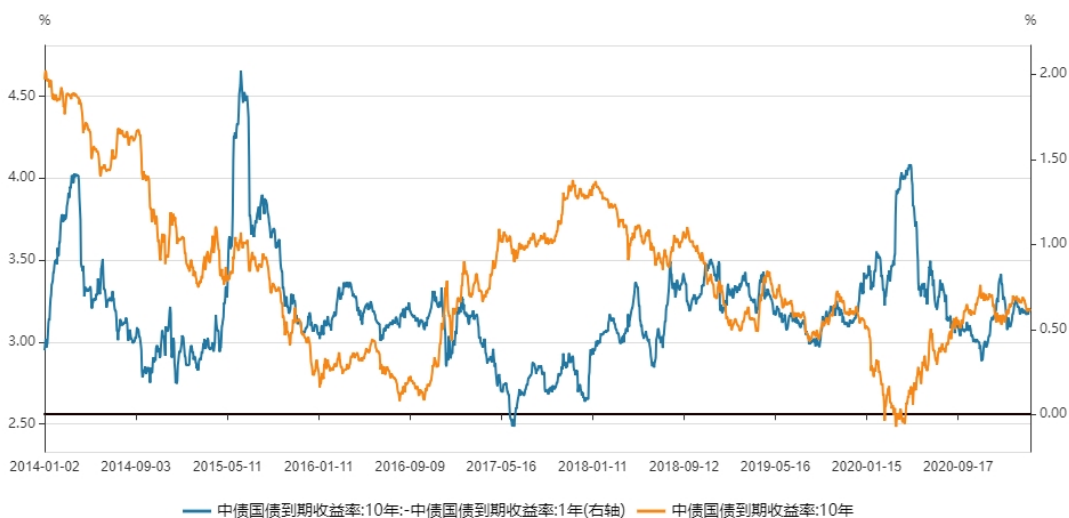


数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

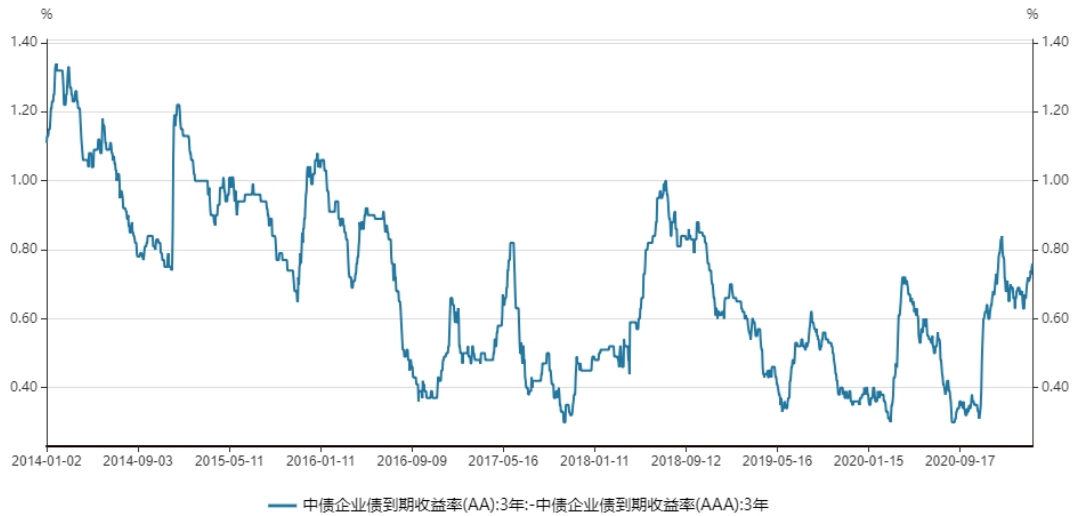
再观债市，一季度债市先涨后跌，整体未过多受到海外主权债收益率大幅上行的影响。季初，市场仍处于流动性偏松的预期中，短端利率的下行带动长端利率小幅下行；至 1 月中旬，永煤债的负面影响逐渐消除后，央行在公开市场开始持续回收流动性，月中 MLF 又缩量续作，叠加缴税期的影响，资金利率持续抬升，带动长端利率见底回升；2 月，美债长端利率短期内出现大幅上行，同时叠加通胀担忧，国内长端利率也跟随上行，银行间资金面保持紧平衡；至 3 月，美债利率上行趋缓，国内资金面在财政投放情况下再度转松，同时债市对于超预期的经济数据逐渐钝化，收益率以窄幅波动为主。

图：一季度长端和短端收益率均呈现窄幅震荡；期限利差波动不大



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：信用利差在一季度先下后上



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

大类资产配置：债市进入可布局阶段，股票进入结构市

二季度需要关注的重点仍在于基本面的强劲程度以及各国货币政策的正常化进程之间的赛跑。一方面，各国疫苗接种的提速将带动线下消费的进一步解封，强力财政刺激下居民高储蓄有望为此后的消费助力；另一方面，伴随失业率的快速下滑以及通胀在低基数和一次性支出的刺激下走高，市场对于货币政策进一步退出的预期也在增强。但整体上，我们认为二季度仍是分子端的盈利改善大于分母端流动性收紧的阶段，同时由于国内货币政策先于其他国家回归正常，后续在海外流动性边际趋紧的情况下也有更多的调整空间，整体上债市收益率已到可配置区间，权益市场不具备系统性风险、更多是结构和风格转换。

对于权益市场而言，情绪修复仍将是震荡反复的过程，但方向上在前期风险快速释放后系统性风险的概率降低。同时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。

债券市场方面，从供给压力看，二季度总发行量较大、但净发行量压力尚可；同时，经济继续修复，政策维持中性，4月资金利率易上难下；但从10年期国债收益率的绝对水平看已经回归历史均值区间，债市或正处于熊市磨顶阶段，配置账户已可以考虑增加配置力度。**得益于国内经济的环比改善以及宽信用的逐步提速，我们将重点关注部分低评级信用债的信用利差收窄机会。**

2.3 港股市场

港股市场一季度略微上涨，恒生指数和恒生国企指数分别上涨 4.21% 和 2.18%。节奏上来看，一月份港股快速上涨，而二月下旬以来出现明显回调。具体来看，1) 小型股 (23.00%) 表现明显好于大型股 (7.89%) 和中型股 (5.83%)；2) 原材料业 (53.67%)，能源业 (40.49%) 和电讯业 (26.95%) 表现较好。

港股在一季度出现快速上涨后大幅回调，主要分水岭在于 10 年期美债收益率的快速上行，从春节前的 1.2% 上涨至季末的 1.73%。收益率快速上行对全球风险资产造成了明显的压制，恒生科技指数回调至年初的水平，成长类的标的明显弱于周期类 (恒生能源业上涨 16.42%，恒生地产建筑业上涨 11.88%，恒生资讯科技下跌 0.26%，恒生医疗保健业下跌 1.94%，恒生非必须消费下跌 8.07%)。在 2 月下旬，美国 1.9 万亿美元刺激计划落地，叠加海外疫苗接种进程良好，市场对于经济与通胀预期快行，带动美债长端收益率快速抬升，市场风险偏好明显回落。叠加香港政府公布印花税上调预案，市场对交易成本有所担忧，整体情绪再度下降，处于宽幅波动阶段。而在 3 月中旬，美联储主席鲍威尔表示，若经济持续复苏，美联储将考虑减少债券购买，随即市场再次下挫。受此事件影响，南下资金与外资明显流出港股，一季度南下资金流入环比明显放缓。

进入二季度，我们认为，全球逐渐从疫情中恢复，疫苗大面积接种，经济加速复苏。市场在一季度较为充分地反映了国内紧信用、海外紧货币的预期，后续对于无风险收益率的再度上行的反应将会钝化，港股市场将阶段性触底。此外，港股的年报数据陆续公布，市场进入业绩验证期。经历 2、3 月份的调整后，大部分优质的公司的估值回归至合理区间，再次具备配置价值。

主要的风险点在于：1) 中美双方再起摩擦；2) 通胀快速上行，货币政策边际收紧；3) 疫情在全球范围出现大规模复发；4) 美元指数快速走强。

配置方面，我们看好：1) 全球处于经济修复与通胀上升的阶段，周期类板块配置机会，如原材料等，以及收益率上行受益的板块，如银行、保险；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，如中游精密机械板块。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) 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；4) 前期回调明显，估值下跌至合理区间的科技、消费、医药等部分细分板块仍是配置的主线；5) 在香港二次上市的稀缺新经济龙头。

2.4 美股市场

一季度市场表现整体表现震荡，先抑后扬

一季度道琼斯工业指数上涨 7.76%，标普 500 指数上涨 5.77%，纳斯达克综合指数上涨 2.78%。美股走势分化，代表科技股和成长股的纳斯达克指数因美债收益率攀升和通胀预期高企表现较弱，反映经济复苏、周期改善的道琼斯工业指数和标普 500 指数表现较强。

1 月份美股市场经历开门红，最终也宣告收跌。2 月份美股市场分化，标普 500 指数 2 月上涨 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%。3 月份，美股分化最为明显，3 月道琼斯工业指数上涨 4.59%，标普 500 指数上涨 1.82%，纳斯达克综合指数下跌 2.52%。3 月份美股行业全部收涨，工业、材料等顺周期行业涨幅较大，分别为 8.76% 和 8.56%。信息技术、通信设备等成长行业表现稍逊。

2021 年一季度，美股市场情绪波动幅度较大。1-2 月美股日成交额逐渐上升，达 6000 亿美元高点，3 月开始逐步降低至 5000 亿美元之下。虽然成交额波动较大，但波动率持续下降，VIX 指数持续下降触及 19 以下。

总体来看，2021 年一季度美股整体处于震荡之中，**先抑后扬**，投资者观望情绪浓，后续仍需密切关注美国通胀水平与美债利率上行速率。

估值水平均处于历史高位

2021 年一季度末，美股三大指数估值均处于历史高位。纳指估值有所下降，处于 83.9% 的历史分位；道指与标普 500 估值持续上行，均位于 99% 的历史分位以上。三大指数风险溢价均处于较低位置，标普 500 风险溢价仅有 0.9% 左右，创 2010 年以来最低水平。美股行业估值较高，除能源与通信设备两行业估值处于低位之外，其余行业估值均处于 70% 历史分位之上。能源、通信设备目前估值较低，分别处于 12.2% 与 4.7% 的历史分位，通信设备行业平均 PE 不到 4 倍；公用事业 PE 达到 74% 的历史分位，处于合理区间；其余行业 PE 均处于 90% 分位以上，工业、必需消费和医疗均高于 99% 分位。

经济基本面数据显示：美股结构将持续分化

从经济基本面来看，美国经济还在复苏，企业盈利暂时不会立刻逆转。IHSMarkit 最新发布的调查数据显示，美国 3 月服务业采购经理人指数（PMI）录得 60.0，高于 2 月的 59.8 和路透的预期值 59.3，创下了 2014 年 7 月以来最强的扩张。而 3 月制造业 PMI 为 59，略低于市场预期的 59.5，但高于 2 月的 58.6，同时该数据也创下了 2007 年以来的第二高纪录。

从通胀预期来看，美国通胀预期暂时无法证伪，实际通胀面临潜在的上行风险。数据显示，截至 3 月 29 日，10 年期盈亏平衡通胀攀升至 2.36%，再创年内新高。从实际通胀来看，国际原油价格上涨和服务业价格输入指数攀升，美国 3 月综合价格输入指数创下了历史新高，其中服务业价格输入指数和输出指数同时创下历史新高。而服务业价格输出指数此次录得 61.2，也是连续第 10 个月处于扩张区间当中。由于企业试图将更高的输入价格部分转嫁到客户身上，导致费用通胀也创下历史新高。

从拜登政府刺激计划来看，拜登在美国当地时间 3 月 31 日下午于宾州匹兹堡公布了一项约 2 万亿美元的基建和税收计划《The American Jobs Plan》。法案旨在创造就业机会，改造美国基础设施和应对气候变化。预计 4 月下旬拜登会宣布第二个提案《The American Families Plan》，主要包含改善教育，扩大带薪休假和医疗保健覆盖面。拜登基建计划是 20 世纪以来美国第二大规模的联邦基建投资。统计发现，拜登基建投资的规模大约 1.3 万亿美元，占 2019 年 GDP 的 6.1%，而最大的一次是 20 世纪 30 年代罗斯福新政，当时基建支出占当时美国 GDP 的 31%。

美股今年二季度或仍有上行空间

从定性角度看美股今年二季度或仍有上行空间、三季度调整压力较大。疫后的财政刺激对市场存在三重提振。首先，财政刺激对冲了疫后系统性风险、缓解了经济下行压力。其次，货币与财政共进退，同步提振了风险资产的金融属性。最后，财政转移支付会显著提振个人投资者的风险偏好。3月11日拜登签署落地的第三轮财政刺激理应对二季度美股形成积极影响。但二季度末到三季度初事情将会产生变化。接近群体免疫（Q2）阶段美股有望相对积极，但实现群体免疫（三季度初）之际美股交易逻辑或将变为“利好兑现”。此外，美联储或将在三季度削减QE，届时美股估值矛盾将再次显现化。拜登在2021财年无法落地加税及基建政策的背景下不断向市场渗透政策预期表明拜登有意在年内释放美股风险。

拜登基建计划中提出要投资1740亿美元用于扶持本国电动汽车发展。拜登还呼吁向半导体制造和研发投资500亿美元。虽然成长股整体估值较高，但电动车和半导体仍有配置机会。

从宏观利率角度来看，长端利率为主导的收益率曲线陡峭化往往对应增长向好、而货币政策尚未收紧或者收紧初期，因此美股市场在这一阶段通常都是上行的，这也说明在盈利向好的阶段，单纯因为长端利率抬升很少出现系统性熊市。由于收益率曲线陡峭化，金融板块往往直接受益，消费和周期板块等受益于需求修复，表现较好。随着货币政策逐渐开始收紧且通胀预期进一步发酵，需要警惕美股整体回调风险。

从事件驱动角度来看，Archegos基金爆仓引发市场巨震，部分中概股遭到了大幅抛售。美股超跌的中概股个股标的，如果个股基本面不错，预计是一次难得的事件型回撤所给与的投资机会。

2.5 原油市场

一季度原油市场行情回顾：

一季度国际原油价格整体呈上涨态势。2021年首个交易日，WTI原油期货结算价为47.62美元/桶，布伦特原油期货结算价为51.09美元/桶。受全球经济修复和原油限产影响，国际油价持续上涨，并于3月11日达到一季度高点，当日WTI油价为66.02美元/桶，布伦特油价为69.63美元/桶，分别较年初上涨38.6%和36.3%。3月中下旬油价出现回落震荡。3月29日WTI和布伦特油价分别为61.56和64.98美元/桶，较3月11日的高点回落6.8%和6.7%。

全球经济复苏是油价上涨的主线，而供给端限产也使得油价上涨未受明显抑制。由于年初油价尚未达到OPEC国家的平均财政盈亏平衡点，为维持供应面的缩减并继续提升油价，OPEC在2月开始重启减产协议，并于3月4日决定延续减产协议。沙特在3月会议上宣布将自愿延长自2月开始的100万桶/日的减产规模，相当于全球原油日均供给量的约1%。2月OPEC原油产量为2,489万桶/日，较1月下降87万桶/日，预计3月产量与2月持平。美国页岩油方面也因2月寒潮天气影响，主要生产地如二叠纪等产能大幅下降。

回顾一季度，全球经济逐步恢复提振了原油需求，而OPEC国家限产、美国页岩油未明显扩产使得原油供给偏紧，为油价整体持续抬升提供了动力。而欧洲疫情复发、疫苗接种进程遇阻使得全球经济复苏预期放缓，也导致近期油价出现回调。

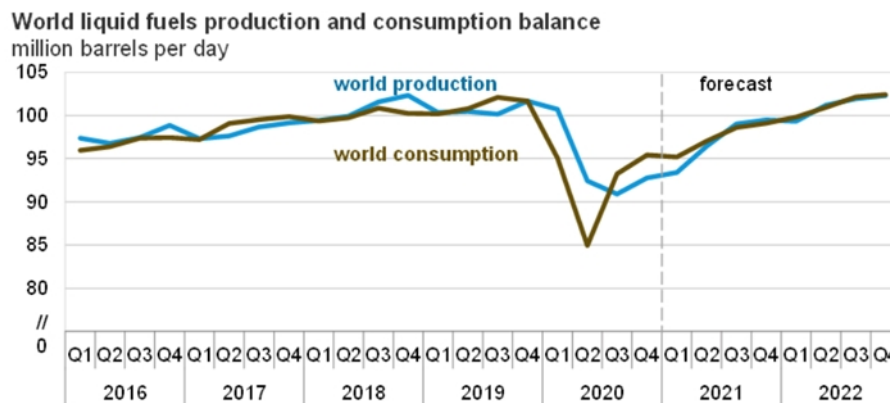
图：布伦特原油和 WTI 原油期货结算价


数据来源：Wind、招商基金

二季度原油市场行情展望：

展望二季度，原油价格短期内或仍受疫情复发冲击，但整体将保持震荡上升趋势。根据 EIA 预测，一季度原油供需缺口达 180 万桶/天，二季度将降至 61 万桶/天，但供需缺口依然存在。从供给端来看，经过本轮油价回调，OPEC 在 4 月初的会议上增产动力将减弱，沙特等产油国维持现有配额的可能性较大；油价上升也并未使美国页岩油扩产，众多大型页岩油生产商表示，虽然 WTI 价格已经高于生产的盈亏平衡成本，但面对未来的诸多不确定性，公司目前仍计划主动削减资本支出以减轻债务，降低短期产量，保留长期价值。

从需求端来看，虽然近期欧洲疫情复发增加了经济修复预期的不确定性，但未来全球经济持续恢复的整体格局不会改变，生产和消费需求恢复将导致原油需求进一步提升。

图：布伦特原油和 WTI 原油期货结算价


数据来源：Wind、招商基金

目前市场对未来原油价格走势依然乐观，高盛、花旗、摩根大通等均认为原油的“超级周期”并未结束，短暂回调可能只是长期上行趋势中的插曲。受近期疫情复发等不确定因素影响，油价短期内或继续震荡。但是全球经济复苏态势不改，预计二季度原油价格总体趋势仍然向上，将达到 70-75 美元/桶。

2.6 黄金市场

财政刺激落地叠加疫苗有序接种催动经济复苏，预计黄金价格二季度下行见底并在三季度迎来反弹

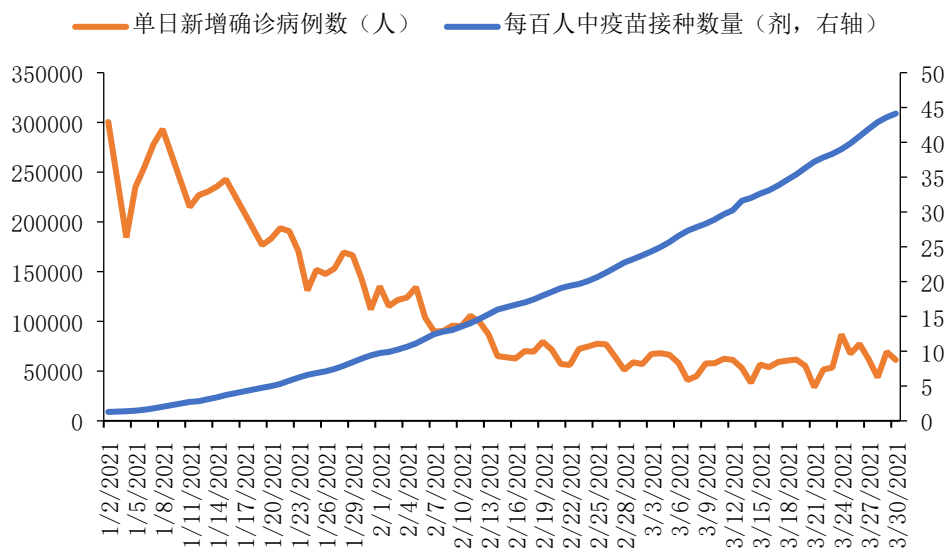
2021年一季度金价回顾：黄金价格在一季度整体大幅下行，符合此前预期。3月31日收盘价为1691.5美元，较2020年12月31日1901.6美元的收盘价收跌11.05%。一季度高点于1月4日收1946.7美元，低点于3月8日收1679.8美元。整体来看，一季度金价处于整体震荡、中枢下行的状态，符合此前预期。我们认为2021年一季度黄金价格走势主要驱动逻辑如下：

一是财政刺激力度增加催动经济增长预期，导致黄金价格下行。3月，1.9万亿美元的《美国救援计划》通过财政调解的方式落地，2021年美国赤字规模将上至3万亿美元，对GDP的提升作用将进一步放大，经济复苏预期进一步抬高。

二是金价的下跌也受到实际利率上行的影响。截至3月30日，10年期美债收益率收于1.73%，根据收益率构成拆分来看通胀预期为2.35%，实际利率为-0.62%。金价和实际利率存在较强的负相关关系，从1月至今，美债收益率共计上行80BP，其中通胀预期上行34BP，实际利率上行46BP。实际利率的一路走高也推动金价下跌。

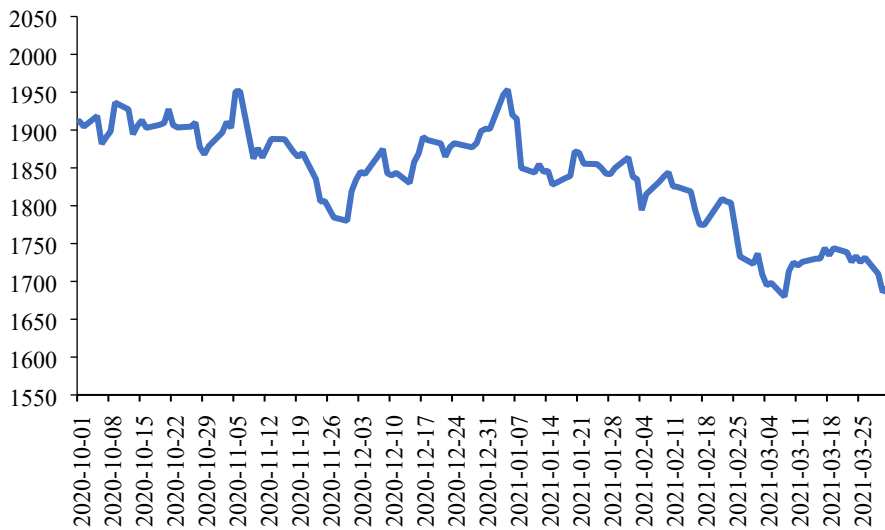
三是疫苗注射稳步推进，经济复苏预期增强利空金价。据Our World in Data，截至3月30日，美国已接种疫苗剂量为9604万剂，每百人疫苗接种总剂量达到44.13剂，至少接受过一剂疫苗的人所占比例为28.72%，接受过两剂（完全接种）的人所占比例为15.97%。美国疫苗注射进度的超预期推进利空金价。

图：美国疫情和疫苗进展



数据来源：Wind、招商基金

图：美国疫情和疫苗进展



数据来源：Wind、招商基金

2021 年二季度黄金市场展望

我们认为二季度 Comex 黄金价格将见底，三季度开始反弹向上。核心逻辑在于：实际收益率将于二季度末触及高点，三季度开始拐头下行；经济环比修复速率将于二季度坚定，三季度起逐渐趋弱；二季度末美国实现群体免疫，黄金下行动能逐渐衰竭。

一是根据我们对实际收益率的判断，二季度 10 年国债实际收益率可能见顶并回升至 0 利率以上。当前实际收益率的上行实质是联储退出宽松的预期增强后，投资者逐渐根据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。伴随 Taper(宽松速率缩减)于二季度落地以及经济环比修复速率于二季度见顶，下半年起美债收益率上行的动力将明显衰竭。叠加美联储潜在的利率控制措施，我们预计三季度起美债收益率将趋于回落，实际收益率也较难进一步上行。根据实际收益率与金价的负向关系，对应金价基本于 2 季度见底。

二是从疫苗注射的进度看，疫苗接种的稳步推进使经济复苏加速，利空黄金。近日拜登宣布将在上任 100 天内完成 2 亿剂新冠疫苗接种目标，如果按照这一进度推进美国二季度末将实现对国内人口约 70%的注射覆盖率，届时美国将实现群体免疫使经济复苏加速，对金价产生利空作用。但二季度后美国实现群体免疫，经济环比修复速率走平，黄金下行动能将逐渐趋弱。

2.7 汇率市场

预计二季度的人民币汇率将面临一定的走弱压力

2021 年一季度汇率走势回顾：人民币汇率小幅走弱，美元指数小幅走强。

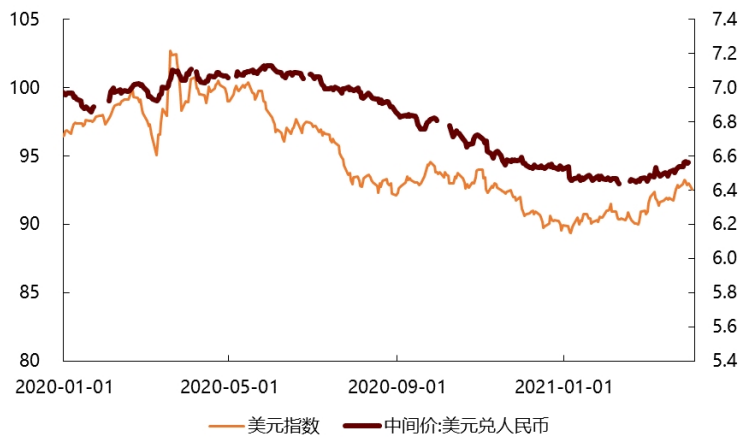
在 2020 年一季度，人民币汇率小幅走弱，美元指数小幅走强。与 2020 年后半年的走势不同，2021 年初出现了人民币汇率走弱、以及美元指数走强的情况，主要与以下因素有关：

第一，美国的疫情情况有所遏制，每日的新增感染人数有所减少，疫苗的接种也在有序进行。经济出现了较好的复苏迹象，市场对于美国经济的信心加强，回流美国的资金增加，美元的吸引力提升。

第二，美国的国债收益率的上行使得美国国债的吸引力加强，进一步提升了美元的回流速度。美元的回流使得新兴国家的汇率承受了较大的压力，因此人民币汇率在一季度出现了一定程度的走弱。

总体来看，汇率的走势表现是对美国经济发展情况的反映。人民币的汇率整体表现依旧较为稳健，也体现了市场对于中国经济发展的信心。

图：2021 年一季度，人民币汇率小幅走弱，美元指数小幅走强



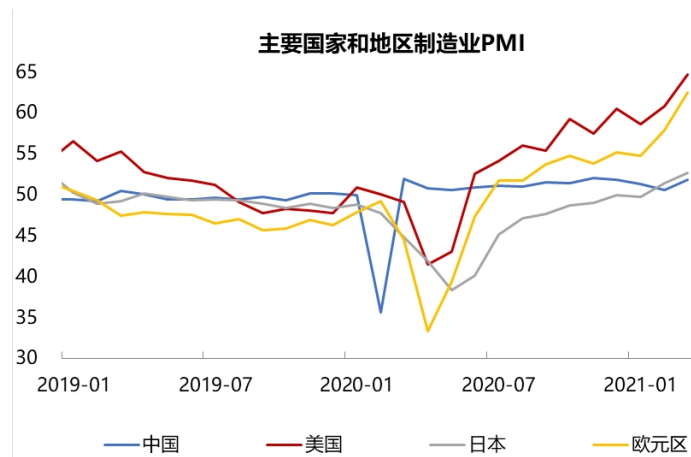
数据来源：Wind、招商基金

2021 年二季度走势展望：预计人民币汇率会面临一定的走弱压力。

对于 2021 年二季度的汇率走势展望，预计人民币会面临一定的走弱压力，而美元指数向上的动能较足。人民币的走弱压力和美元指数的向上动能，主要基于两国间的经济发展情况判断。从 2021 年 3 月的制造业 PMI 指数来看，美国的制造业 PMI 为 64.7，中国制造业 PMI 为 51.9。美国的非制造业 PMI 的表现也较为亮眼。2021 年 3 月，美国的非制造业 PMI 为 63.7，中国的非制造业 PMI 为 56.3。市场对于美国的经济恢复抱有较大的信心。从国债走势来看，美国国债在 2021 年上半年出现了较大程度的上行，预计短期内美国国债的上行动能将会减弱。中国国债和美国国债之间的利差预计将处于一个合理的范围内。目前来看，中国国债和美国国债之间利差已经出现了较多的回落。

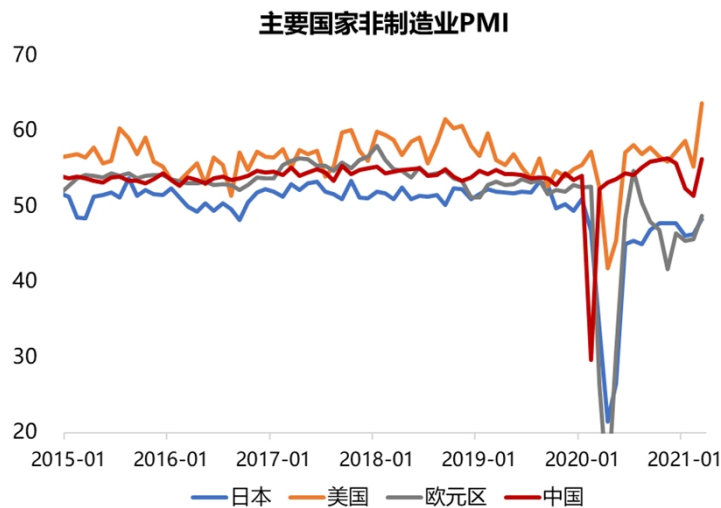
从经济发展的情况来看，随着美国经济的进一步恢复，预计美元指数短期内仍有一定的上行动能。考虑到美元未来一段时间内可能的强势表现，预计人民币汇率会面临一定的走弱压力，但考虑到中国的经济发展仍较为强劲，人民币汇率依旧有较强的支撑。

图：2021年3月，美国的制造业PMI为64.7，中国的制造业PMI为51.9



数据来源：Wind、招商基金

图：2021年3月，美国的非制造业PMI为63.7，中国的非制造业PMI为56.3



数据来源：Wind、招商基金

图：2021年一季度，美国的国债走势出现了大幅上行



数据来源：Wind、招商基金

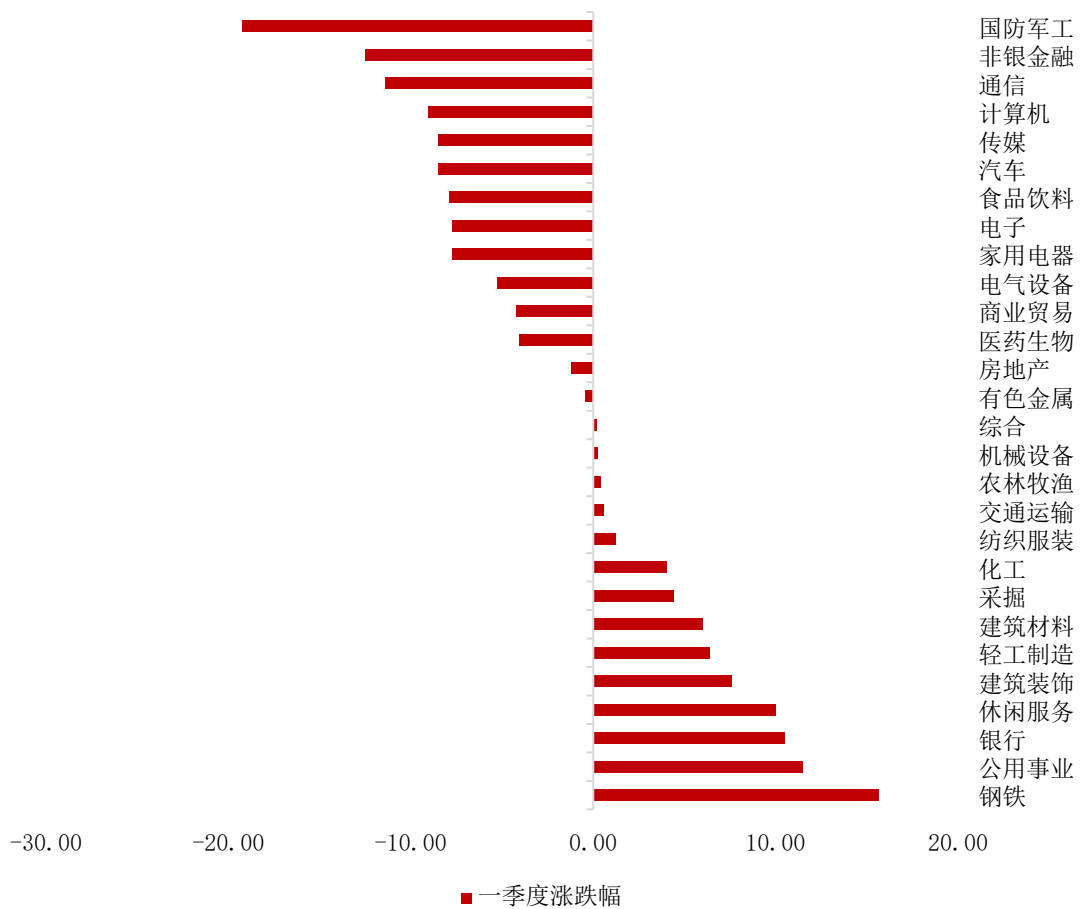
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

一季度市场回顾：板块分化严重，钢铁、公用事业和银行涨幅居前，军工、非银和通信跌幅居前

回顾一季度行情，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。具体来看，钢铁、公用事业和银行涨幅居前，军工、非银和通信跌幅居前。

图：2021 年一季度行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

A 股走向判断：短期震荡修复，中期转向结构市

我们认为，自 2 月中旬以来前期存在资产价格泡沫的部分核心资产已通过快速下跌的形式释放风险，整体市场估值趋向合理。同时，实体经济处于修复区间、流动性暂未进一步收紧，二季度市场将继续演绎结构性行情，宏观经济深度复苏，景气度改善的低估值顺周期品种将有更好表现。从当前的估值水平看，截至 4 月 2 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 68%、67%、22%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/4/2	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	21.8	58.2	11.5	19.8	66%														
	WIND全A (剔除金融石油石化)	36.9	76.2	13.8	29.8	68%														
	上证综指(剔除银行)-中位数	25.5	66.3	16.0	28.1	39%														
	上证50	13.5	48.5	6.9	11.3	68%														
	沪深300	15.4	51.1	8.0	13.6	67%														
	中证500	26.9	92.8	16.0	32.8	22%														
	中小板100指数	32.3	67.7	14.5	32.3	50%														
	创业板100指数	61.9	137.9	27.0	52.2	77%														
	中小板综合	43.7	96.7	15.9	41.8	58%														
	创业板综合	89.9	174.9	28.1	61.6	76%														

数据来源：Wind 资讯、申万宏源、招商基金

结构选择：重点关注低估值顺周期品种以及调整到位的“核心资产”

风格上，我们预计二季度随着宏观经济转入深度复苏，全球再通胀方向确定，海外复苏强度大于国内，国际定价的资源品占优，前期相对滞涨、估值较低的品种将是具备更强安全边际的投资选择。例如银行保险受益于利率上行环境，前期受市场风格影响未充分定价，抱团瓦解后有望持续修复。与此同时，对于新能源、白酒等高景气行业，需要结合最新财报情况筛选，对于估值相对合理、景气度确定性高的个股，或已进入到中期布局阶段。

地产：行业进入供给侧政策驱动的阶段，“三条红线”、土地集中出让等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，利润率进一步趋于稳定，板块当前的绝对和相对估值均处于历史底部、机构持仓低，具备较好的安全边际。部分非开发主业收入占比高的房企有望享受更高的估值溢价。

家居：家居板块开年以来的订单数持续高增长，一方面疫情导致需求延迟，另一方面竣工提速有望令地产后周期行业受益。今年整体家居内生性增长看好，龙头企业有望迎来戴维斯双击。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

市场回顾

2021 年一季度，债券市场整体呈现先调整后走强的格局。1 月利率小幅抬升，主要是宏观数据进一步改善，同时资金面有所收紧，春节前央行公开市场操作净投放一般；2 月利率抬升，主要是海外因素美债收益率和主要商品均大幅上涨，疫苗接种顺利疫情控制可期；3 月债市整体收益率下行，主要受益于资金面宽松。

利率债方面，一季度各期限收益率均有所调整。长端 7-10 年国债收益率表现好于中短端如 1 年、5 年，期限利差收窄。信用债方面，整体走强，5 年 AAA、AA+、AA 等级和 3 年 AA+、AA 等级信用债收益率下行，其中 AA+ 等级表现相对较好，信用利差有所收窄。

基本面方面，经济整体结构上仍然是出口链带动的工业生产强，固定资产投资中仅有房地产投资较强，制造业和基建复合增速为负增长，消费增速仍然较弱；地产细分数据上，领先指标略有分化，地产销售复合增速较强，但土地购置面积和新开工面积回落较大，显示三道红线对地产企业经营选择有较大影响。同比来看各宏观数据因为基数效应偏强。

资金面，1 月资金偏紧，2-3 月资金转宽松，主要与央行公开市场操作、春节因素和财政资金的投放节奏有关。

政策面，宏观政策上，房价上涨带来了进一步地产调控，政策的鼓励重心继续在制造业、中小微企业；两会定调下，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系；积极的财政政策要提质增效、更可持续。

我们认为未来关注点在货币政策节奏、房地产和工业生产走势、疫苗和疫情走势。在中长期的视角来看，目前社融、工业生产、投资等宏观经济数据已经走过同比增速拐点或已接近高点，是债市较为确定的利好；伴随欧美疫苗推广和生产能力抬升，中国出口份额可能会发生缩减，出口+制造业走强的最高速增长阶段度过；从国内宏观政策来说，两会基本定调全年财政货币政策刺激力度减弱；债市最大的风险是货币政策会否伴随通胀起而大幅收紧，需要随时关注大宗商品的未来走势。

投资策略上，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% 是短期收益率顶部的判断。交易型资金可在资金面充裕基础上做一定波段操作；但诸多债市技术指标指向债市尚未在债熊极端水平，中期视角震荡在所难免，配置型资金建议维持久期和杠杆，重视票息；预计未来资金利率中枢在 OMO 和 MLF 等货币政策利率上下，信用债配置应在此基准上做相应定价，维持中低杠杆。**信用事件爆发后，叠加目前偏紧的货币政策预期，目前对中低评级信用债的投资仍需要观察，配置仍以大 AAA 高评级为主，不轻易信用下沉，目前信用利差保护不足，信用债控制主体和单券占比，防止估值风险。**

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

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年一季度全市场信用债毛发行规模仍延续上年的高位水平，但受到规模较大影响，净融资额出现明显下滑，具体来看，2021 年一季度信用债毛发行 31950 亿元，净发行 6931 亿元，分别较上年一季度上升 1108 亿元和下降 10297 亿元，整体看一季度信用债总发行规模位于历史同期较高水平，但相较于去年疫情期间的融资高峰已出现大幅缩量。一季度公司债、企业债及中票合计发行金额为 14859 亿元，净融资额 3842 亿元，各

品种较上年同期亦呈现出毛发行量变动不大但净融资额大幅下滑的状态，需关注部分弱资质主体的债券到期接续问题。

二级市场方面，受股市大跌和节后资金面宽松影响，一季度收益率大体上呈现下行趋势，整体期限利差依然呈走阔态势。以 AAA 级中短期票据为例，一季度 5 年中短期票据收益率下行 3bp，3 年中短期票据收益率上行 5bp，1 年中短期票据收益率下行 12bp。从较长时间周期来看，经过多个月的持续调整后，目前债市收益率仍接近 2019 年初的前高水平，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：3 年期各等级中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



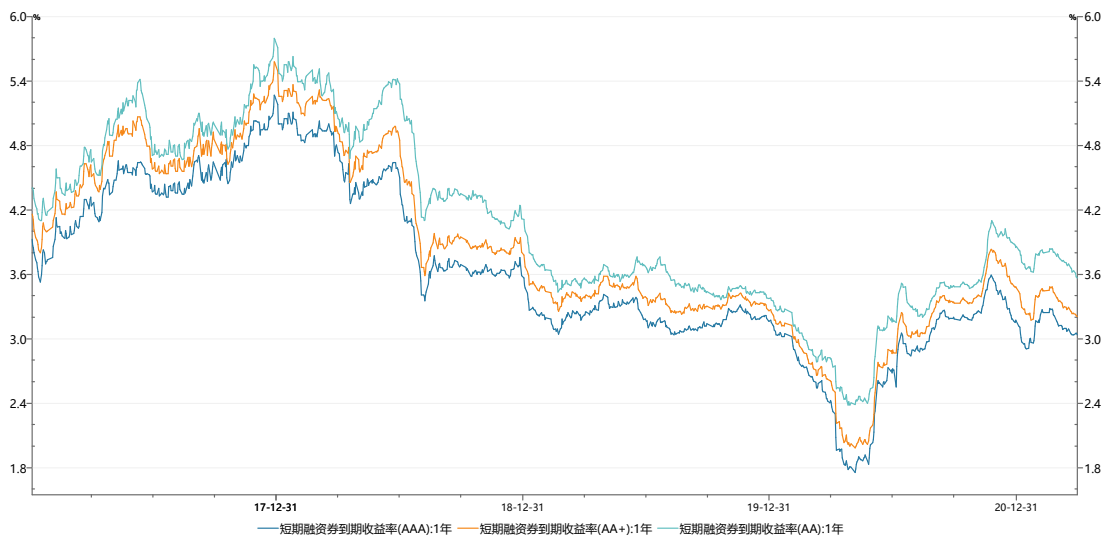
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年一季度短期融资券总发行量为 14669 亿元，净融资额为 2168 亿元，较上年同期分别上升 787 亿和下降 4423 亿，可以看到短融毛发行量位于历史同期较高水平，但受一季度短债到期压力大影响，短融净发行量仍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 82%。从各月来看，短融净发行量则在 3 月份回升至历史偏高水平，对信用债净融资规模起到一定支撑。

二级市场方面，一季度短融收益率整体呈下行趋势，且等级利差收窄，其中 AAA 短融收益率下行 12bp，AA+短融收益率下行 27bp，AA 短融收益率下行 29bp，考虑到海外疫情反复、通胀逐渐重启，叠加后续央行货币政策不确定性大，短期难有趋势性机会。

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，目前新冠疫苗接种范围在扩大，美国新财政刺激计划落地，但后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于复苏进程中，但后续演变也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视；中美、中欧关系仍将影响市场情绪及风险偏好，同时 4 月的税期将是检验央行态度的关键窗口，短期维持多看少动。**考虑到近期信用事件仍较为频发，市场对年内是否会出现黑天鹅事件存在分歧，2021 年二季度我们将继续坚持价值投资理念，信用债投资维持中短久期，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。**

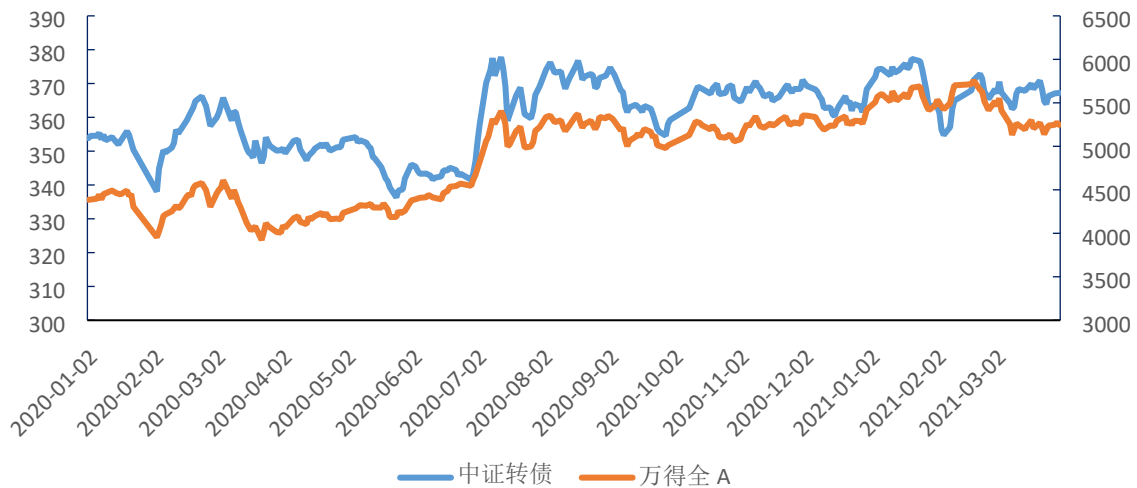
3.2.3 可转债

一季度 A 股市场与转债市场先涨后跌，截止到 3 月 31 日，一季度万得全 A 下跌 3.25%，中证转债下跌 0.40%，转债市场表现明显优于股票市场。具体来看，从年初到春节前为第一阶段，A 股普涨，交易热情浓厚，各大股指创阶段新高，但结构化行情十分明显。转债市场同样分化明显，抱团行情持续演绎，高价偏股型转债持续上涨，低价券无人问津。春节后到 3 月底为第二阶段，股市整体进入快速下跌通道。前期热门抱团高估值个股下杀惨烈，上证 50、创业板、茅指数分别下跌 12.38%、19.58%和 20.42%。与此同时，低估值小票反而逆市震荡小幅上涨，国证 2000 上涨 5.46%。转债在此阶段抗跌效果明显，原因第一是转债正股多为中证 1000 成分股，结构上占

优，转债平价指数表现好于沪深 300 指数；第二是转债在 1 月提前与正股压估值，前期估值压力释放明显。目前看市场处于分歧较大阶段，热门抱团股跌幅虽然较大，但是估值水平和绝对价格仍是在较高位置；低估值的二线周期股票（像电力、建筑）在节后也已经有了不小的涨幅，后续继续均值回归的动力有所减弱。短期看市场缺乏明显的进攻主线，也没有能够显著获得超额收益的板块。展望后市，目前转股溢价率处于高位，即使正股到了底部，转债也会首先去压溢价率，可以等正股确定右侧后再加仓转债。**仓位上我们将保持谨慎，前期下跌较多的抱团股或还未到最好配置时机，具体仍应以自下而上精选个股为主，可小仓位布局中低价优质、短期业绩确定性较强的转债品种。**

图：转债市场回顾

可转债市场表现



数据来源：Wind 资讯

风险提示：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。