

## 全球资产展望-2020 年 12 月

### 2021 把握主线 重点布局 守正出奇

#### □ 大类资产 2021 年展望

- 全球经济进入 2021 年将加速复苏，疫苗全面上市和财政、货币政策刺激将推动需求强力复苏，在 2020 年的低基数效应下，预计 2021 年 1、2 季度 GDP 增速将大幅上扬。由于低库存和大规模失业的修复需要时间，明年上半年美国核心通胀并没有实质性的压力，美联储货币政策将维持宽松政策直到核心通胀回升至 2% 以上。中国由于经济率先复苏，货币政策率先逐步正常化，金融去杠杆也在同步推进，但力度很小心，因此明年仍看不到过度紧缩的风险。
- 明年上半年美国国债收益率曲线将持续熊市变陡，但收益率上升幅度有限，直到美联储货币政策开始调整，收益率的上升幅度和速度将会提高，不过由于核心通胀回升缓慢，美联储预计要到 2022 年才会开始削减量化宽松政策。
- 全球股票市场仍将受益于盈利改善和流动性支撑，明年上半年股市将在全面复苏的背景下继续上涨，但结构上会侧重于价值回归和小盘股。中国股市受流动性回收的影响，相对表现可能会落后，但受企业盈利复苏的支撑绝对表现仍然会比较优异。
- 美元的周期性表现仍会基于“Dollar Smile”的规律，在经济复苏过程中、在经济过热出现之前不断贬值，最大威胁仍是美联储货币政策的收紧，但这至少要等到明年 4 季度。
- 商品还会在明年大放异彩，除了美元贬值的逻辑之外，过去近十年的商品熊市带来了商品投资的极度萎缩进而供给存在瓶颈，而需求端将受全球基建投资热度的提高而明显提

升，无论是中国的一带一路，还是中国国内的新能源、环保投资，抑或美国两党在基建投资上的共识，甚至拜登政府将推动全球清洁能源产业的发展等都会大幅提高商品需求，也许意味着新一轮商品周期的启动。

资产类别	配置观点	
	1~6月 (上月)	1~2年 (上月)
<b>风险资产</b>	↓ ( )	↑ (↑)
美股	↓ ( )	↑ (↑)
日股	↓ ( )	↑ (↑)
欧股	↓ (↓)	↑ (↑)
沪深300	↓ ( )	↑ (↑)
创业板	↓ (↓)	↑ (↑)
港股	↓ ( )	↑ (↑)
新兴市场股票	↓ ( )	↑ (↑)
美国投资级	↓ (↓)	↑ (↑)
美国高收益	↓ ( )	↑ (↑)
亚洲美元投资级	↓ (↓)	↑ (↑)
亚洲美元高收益	↓ (↓)	↑ (↑)
原油	↓ ( )	↑ (↑)
铜	↓ ( )	↑ (↑)
欧元	↓ ( )	↑ (↑)
人民币	↓ ( )	↑ (↑)
<b>防御资产</b>	↓ ( )	↓ (↓)
美国国债	↓ (↓)	↓ (↓)
中国国债	↑ ( )	↓ (↓)
黄金	↓ (↓)	↑ (↑)
美元	↓ (↓)	↓ (↓)
日元	↓ ( )	↓ (↓)
<b>高配 ↑</b>	<b>中配 ↓</b>	<b>低配 ↓</b>

注：高、中、低配是指风险资产与防御资产的配置比例相对风险平价中各类资产配比的高低，并非对未来一个月资产方向的判断

## □ 资产配置观点

- 上月，我们基于疫苗研发有重大进展，美国财政刺激可期，以及宏观主题朝后疫情时代经济全面复苏转化等方面的考虑，提升了风险资产的战略配置比例。同时为避免一次性调升战略配置对组合的冲击过大，并保证顺利实现提升风险资产的配置目标，战术上调低了欧股、创业板、亚洲美元债、黄金，并维持美股、港股、日股、新兴市场股市、原油、铜、人民币等中性配置，股票结构上偏重顺周期低估值股票。上月实际在疫情加重的影响下，经济复苏放缓，但在疫苗和财政刺激的预期下回调后继续上涨，与我们的配置观点相符。
- 本月维持战略配置中较高的风险资产配置比例。受疫情影响，美、欧等发达国家的经济复苏节奏在短期放缓，但库存周期正逐步开启，补库存的动力将在中期支撑全球经济从见底走向全面复苏。股票市场也将继续围绕财政、货币刺激的逻辑，并盯住复苏路径来定价，而忽略疫情的短期影响。
- 本月基于疫情加重导致短期经济复苏放缓，美国国会可能克服分歧推出新一轮财政刺激方案和疫苗上市继续推动经济复苏的逻辑主线，在国会最终做出决定之前，继续维持上月的偏防御性的战术配置，但随时根据财政刺激方案的确认时机，适当增加获益于需求复苏的原油、铜和美股，股票结构上继续偏重顺周期、小盘股。中国资产方面，由于社融已达顶部区域，中国信用扩张将逐步正常化，我们调升了中国国债的配置比例。

## □ 股票基金经理 2021 年展望：看好新兴市场，对中国市场保持谨慎乐观

- 看好新兴市场，对中国市场保持谨慎乐观，趋势波动向上。
- 配置方面，建议关注蓝筹和可选消费相关优质标的。
- 发达市场方面，预计新冠病毒疫苗憧憬与疫情恶化的现实或存在落差，建议短期回避。

## □ 固收基金经理 2021 年展望：看好亚洲债券整体表现，高收益级表现预计将优于投资级

- 对 2021 年的投资级债券给予中性的观点，整体上看利率的走势将直接影响投资级债券在明年的表现，而基本面的情况将决定不同信用主体的投资收益。
- 相较于投资级债券，明年高收益债券相对投资价值更高。其中，持续看好中资高收益房地产的表现。
- 预计 2021 年利率曲线将继续上行并陡峭化，短期内市场关注的焦点是第二轮财政刺激政策的力度和推出时间。

目录

**一、海外资产展望：短期经济复苏放缓与疫苗、刺激政策预期的博弈，以及中周期补库存..... 4**

1.1 美、欧疫情持续恶化，短期经济复苏放缓 ..... 4

    1.1.1 美、欧疫情仍在恶化 ..... 4

    1.1.2 受疫情影响，发达国家短期经济复苏放缓 ..... 5

1.2 疫苗分配格局可能推动明年各经济体复苏节奏分化..... 7

    1.2.1 疫苗将在中期支撑经济复苏 ..... 7

    1.2.2 “先发达国家，后新兴市场”的疫苗分配格局将影响各经济体的复苏节奏 ..... 8

1.3 疲软的就业数据抬升财政、货币政策预期 ..... 10

1.4 美国的库存周期将逐步开启 ..... 11

**二、国内资产展望：两对矛盾的拉锯——信用拐点与出口韧性，估值扩张空间有限与盈利抬升..... 12**

2.1 信用拐点与出口韧性将成为明年上半年市场的主要宏观矛盾..... 12

    2.1.1 社融顶部区域已到，信用扩张将回归正常化 ..... 13

    2.1.2 海外需求及转单效应将继续对出口形成支撑 ..... 14

2.2 估值与盈利的拉锯可能推动 A 股结构性分化 ..... 15

    2.2.1 估值的提升空间整体有限 ..... 15

    2.2.2 低基数及复苏动能将支撑企业盈利扩张 ..... 16

    2.2.3 另一个视角看“核心资产”..... 16

2.3 稳杠杆仍将是明年货币政策的核心诉求，信用扩张正常化可能成为利率交易主逻辑，利率债短期不悲观，中期不乐观 ..... 19

    2.3.1 货币政策已回归正常化，稳杠杆仍将是明年货币政策的重心..... 19

    2.3.2 信用扩张正常化更可能成为利率交易的短期主逻辑，通胀是中长期潜在风险，利率债短期不悲观，中期不乐观 ..... 20

**三、基金经理观点..... 21**

3.1 股票基金经理 2021 年展望：看好新兴市场，对中国市场保持谨慎乐观..... 21

3.2 固收基金经理 2021 年展望：看好亚洲债券，高收益表现将优于投资级..... 23

## 一、海外资产展望：短期经济复苏放缓与疫苗、刺激政策预期的博弈，以及中周期补库存

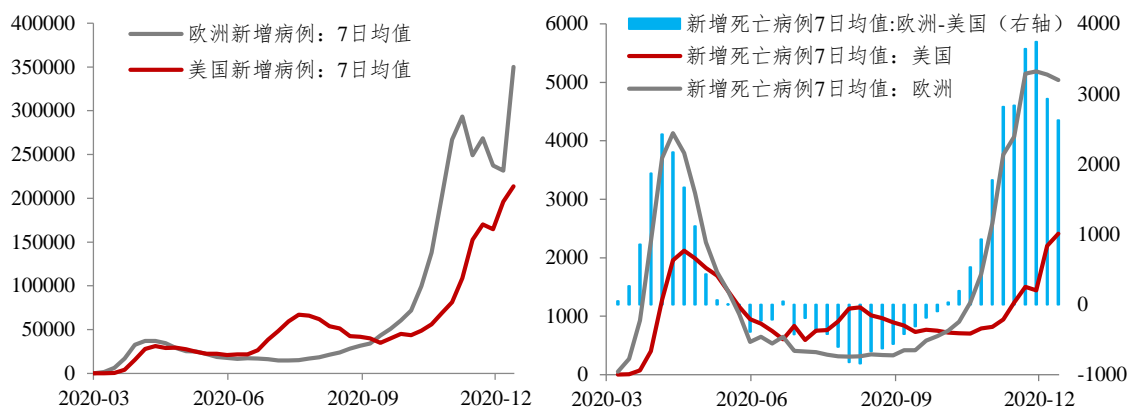
我们的经济周期螺旋模型显示，经济全面复苏的预期仍然较强，短期经济数据走软并不会改变中期经济复苏的逻辑，仍维持经济全面复苏的判断不变，本轮特殊背景决定完全依赖经济数据来定位经济复苏节点将大大落后市场逻辑。

受疫情影响，美、欧等发达国家的经济复苏节奏在短期放缓，但库存周期正在开启，补库存的动力将在中期支撑全球经济逐步从见底走向全面复苏。股票市场在短期也将继续围绕财政、货币刺激的逻辑，并盯住复苏路径来定价。相信美国经济在经过冬季的短暂走软后将恢复全面复苏路径，核心理由还是需求回升而库存严重不足。

### 1.1 美、欧疫情持续恶化，短期经济复苏放缓

#### 1.1.1 美、欧疫情仍在恶化

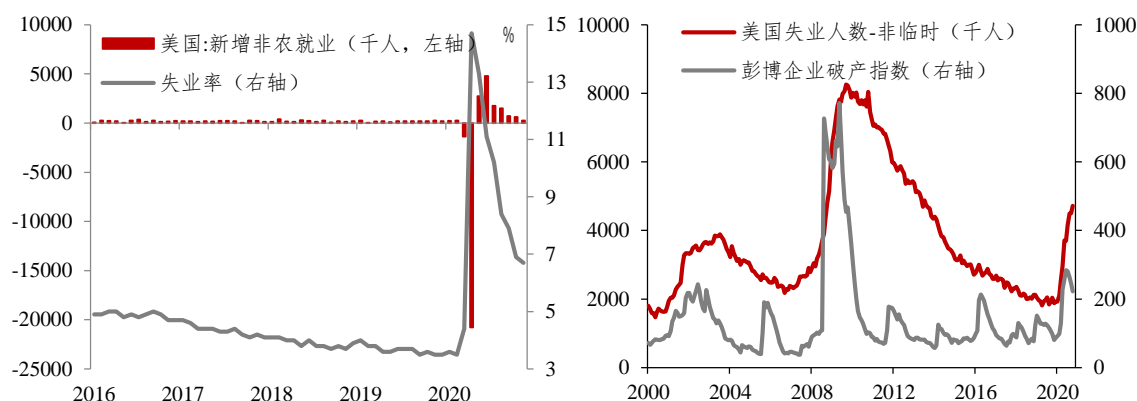
近期，美、欧疫情持续恶化，美国日均新增确诊病例超 20 万，死亡病例已突破 30 万，纽约市长称纽约市可能再经历全面封锁；欧洲疫情在经历了一个月的放缓后又有所加重，上周日均新增确诊病例已达 35 万，同时德国宣布新一轮“硬封锁”，除销售食品和必需日用品外的零售商店将全部关闭至明年 1 月 10 日，随后英国、荷兰等欧洲国家也将逐步采取更严厉的防疫措施。从更能衡量疫情的严重程度的新增死亡病例数看，欧洲的第二波疫情甚于第一波，美国疫情大概率也遵循相同的路径，目前仍在持续恶化。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

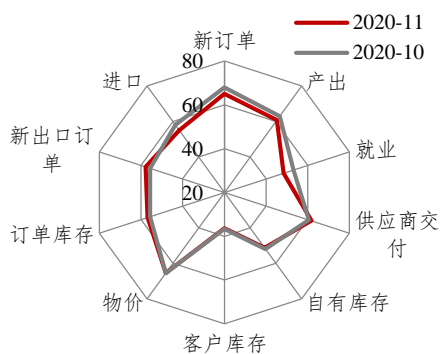
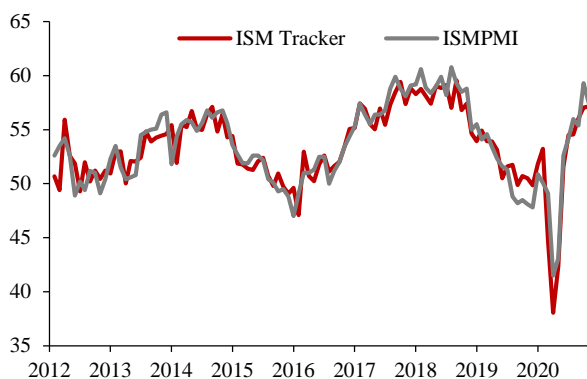
### 1.1.2 受疫情影响，发达国家短期经济复苏放缓

受疫情持续反复的影响，美国 11 月新增非农就业仅 24.5 万，大幅低于预期，非临时失业人数仍在继续上升，美国就业市场的改善节奏显著放缓。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

美国 11 月的制造业 PMI 为 57.5，低于市场预期的 58，但比我们的 PMI tracker 显示的 57.2 略高，整体仍在兑现市场对经济边际修复的预期，但制造业修复速度已显疲态，预计未来动能不足，将有所放缓。在 PMI 分项方面，新订单、产出和就业三项都有所下降，其中就业分项降幅最大，也显示由美国内需修复推动的制造业反弹将在近期放缓。



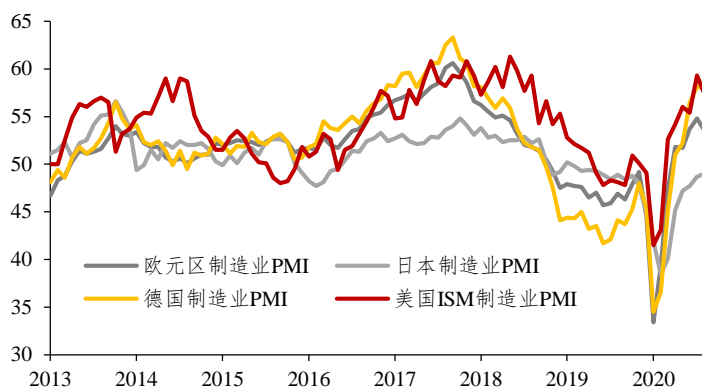
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

从美国的其他经济指标来看: 流动性继续维持宽松, 通胀预期上升, 但消费信心和中小企业的景气度回落, 受疫情反复的影响, 需求侧对经济的驱动力量减弱。

美国市场/经济数据	指标	最新值	过去两年趋势	美国市场/经济数据	指标	最新值	过去两年趋势
景气度	ISM PMI	57.50		流动性	US Libor-OIS	14.94	
	LEI_YOY	-2.90			M1-M2_YOY	18.10	
	中小企业乐观指数	101.40		利率曲线	10Y美债收益率	0.93	
	中小企业资本支出计划	26.00			美债10Y-2Y	77.61	
房地产NAHB指数	90.00		美债30Y-10Y		74.72		
经济活动	Chicago Fed经济活动指数_3月均值	0.75		FNMA 30Y	1.39		
	NY Fed WEI	-2.13		信用利差	US IG全行业	102.89	
建筑许可_YOY	2.70		US Corp BBB Spread		1.14		
就业市场	新增非农就业	245.00			US Corporate HY Spread	3.41	
	永久失业人数	3743.00			泛欧EUR HY OAS	3.46	
	首申失业金人数_4周均值	739.50			EM USD OAS	2.91	
通胀预期/通胀	彭博破产指数	225.17			EM USD HY OAS	5.49	
	美元通胀预期近期5y/5y	2.29		EM Asia USD IG OAS	1.53		
	US 10Y BEI	1.90		EM Asia USD HY OAS	6.72		
消费	核心CPI	1.60		美债行情	美国投资级/高收益债	1.58	
	消费者信心_CB	96.10			美股波动率	20.68	
	红皮书每周商店销售_YOY	2.10			做多JPYEUR总回报	109.25	
	密歇根大学消费者信心	76.90					

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 13/12/2020

受疫情影响, 欧洲的经济情况也与美国类似, 11月欧元区和德国的制造业 PMI 分别为 53.6 和 57.9, 均低于前值并出现明显放缓。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

## 1.2 疫苗分配格局可能推动明年各经济体复苏节奏分化

### 1.2.1 疫苗将在中期支撑经济复苏

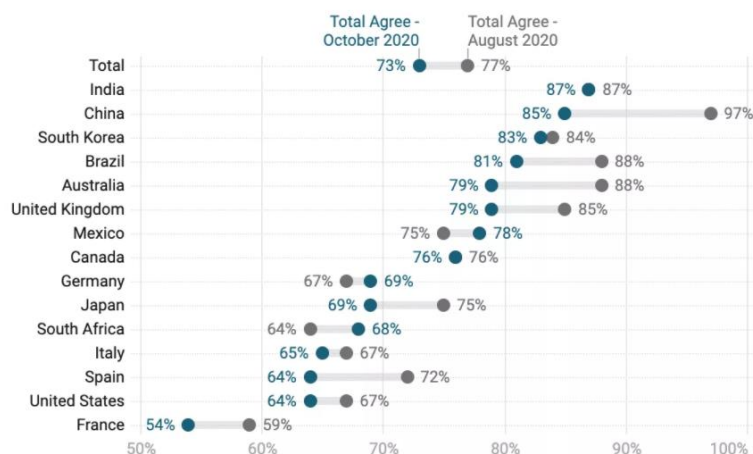
11月初，辉瑞疫苗高有效性的好消息给市场带来了有力支撑，市场对疫苗的关注度也显著提升。当前，辉瑞、Moderna、阿斯利康已经发布了三期数据，辉瑞疫苗已在英国获批接种，美国食品药品监督管理局（FDA）也在近期批准其紧急使用。中国的几支疫苗的三期数据可能也会在近期发布，其中国药集团的新冠灭活疫苗已经在阿联酋获批上市，可以预见，未来将有更多疫苗方面的好消息。

另一方面，近期常有媒体报道新冠疫苗具有各种副作用，目前来看，这些大都属于干扰信息。欧美和中国的疫苗都已经经过了大规模的临床试验，其副作用虽难以完全避免但大概率可控。因此，我们应该抓住疫苗预期的市场主流偏向，而避免被干扰信息所左右。

首先，疫苗大概率应具有较长的保护期。多篇研究论文表明，大多数患者的免疫细胞衰退速度较慢，这将导致免疫细胞在人体存活时间拉长，未来疫情爆发强度将显著小于初次冲击。其次，已公布的新冠疫苗临床3期试验结果都显示当前新冠疫苗的有效率很高，这也降低了达成群体免疫所需的接种门槛。目前，辉瑞/BioNTech和Moderna的疫

苗有效率都在 95%左右，国药疫苗的有效率为 86%，只要达到半数的接种率，应该就能实现群体免疫。另外，随着疫情持续在海外延烧，当前各国接种疫苗的意愿也都相对较高。除法国外，主要发达国家民众的疫苗接种意愿都在 60%以上，结合当前较高的确诊人数，这将有利于发达国家最终实现群体免疫。

**If a vaccine for COVID-19 were available, I would get it**



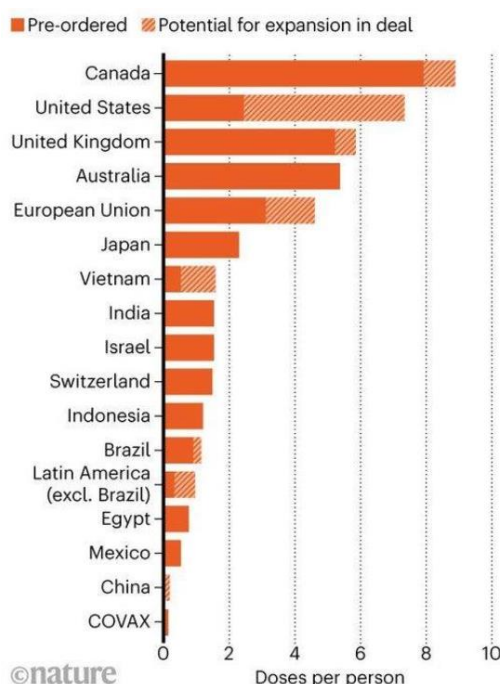
Base: 18,526 online adults aged 16-74 across 15 countries

图表来源：Ipsos

### 1.2.2 “先发达国家，后新兴市场”的疫苗分配格局将影响各经济体的复苏节奏

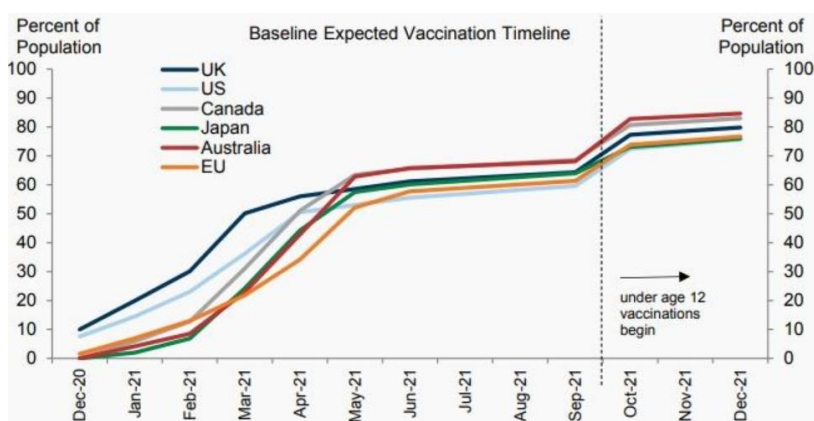
疫苗上市初期，在疫苗产能受限的情况下，由于高收入国家抢先预订了明年初大部分的疫苗产量，中低收入国家的疫苗接种则将相对延后。截至 12 月初，有潜力的新冠疫苗大部分已被发达国家预订。为了保障中低收入国家的疫苗需求，世界卫生组织联合其他国际组织共同推动了“全球新冠疫苗实施计划”（COVAX），但 COVAX 计划在 2021 年底之前预计仅能提供 20 亿支疫苗，远无法满足大多数新兴市场国家的接种需求。





图表来源: Nature, 截止 2020 年 12 月初

从当前疫苗的产能来推断，发达国家在 2021 年 1 季度将完成重点人群的疫苗施打，在 2021 年 2 季度将基本完成群体免疫，大多数新兴市场国家获得大批量疫苗的时间将延迟至 2021 年下半年。新冠疫苗的分配将形成“先发达国家，后新兴市场”的格局。



图表来源: Goldman Sachs

在这种疫苗分配格局下，欧、美、日等发达国家将明年上半年出现较强的复苏动能。中国虽然人均疫苗预订较低，但由于对疫情控制较好，2021 上半年的出口也可能会由于海外需求的增加以及其他新兴市场的

转单效应而得到支撑。而其他对疫情未能进行有效控制的新兴市场国家的经济复苏则可能被推迟。

鉴于疫苗的出现大幅降低了经济复苏的不确定性以及企业盈利的下行风险，令市场对短期利空因素进一步钝化。此外，工业、原材料等顺周期板块、新兴亚洲国家货币及大宗商品将得到一定程度的支撑，美元将继续承压，而美债利率则可能会由于当前经济仍处于低通胀状态而在上升时点上相对滞后。

### 1.3 疲软的就业数据抬升财政、货币政策预期

如前所述，在疫情失控的影响下，美国的就业数据大幅低于预期，经济修复动能明显放缓，但是糟糕的就业数据不仅让市场确认美联储将继续维持宽松的货币政策，也给国会议员就达成新一轮财政刺激法案施加了更大的压力，进而抬升了财政刺激预期。

众议院议长佩洛西表示，围绕刺激方案的谈判仍在进行，并表示支持以 9080 亿美元的刺激规模作为谈判基础，参议院民主党领袖舒默也表示现在比任何时候都需要大规模救助措施。另外，虽然国会跨党派党团推动的 9080 亿美元的刺激规模低于预期，但拜登也表态将在明年就任总统后推动额外的救助方案。

除此之外，1月5日参议院的决选结果也将直接影响未来刺激方案的规模。民主党仍然控制众议院，而参议院的控制权争夺仍未结束，共和党已拿到 50 票，目前尚有佐治亚州的关键两票尚未确认。根据选举规则，两席参议员席位将于 1 月 5 日进行决选，如果民主党能够以 50:50 打平共和党，便可以进一步凭借副总统作为参议院议长的身份而获得多数控制权，则市场在选前所预期的“Democratic Sweep”将兑现。

**SENATE**

Democrats\*

48 +1

51 to win

Republicans

1 50

\* Includes 2 independents

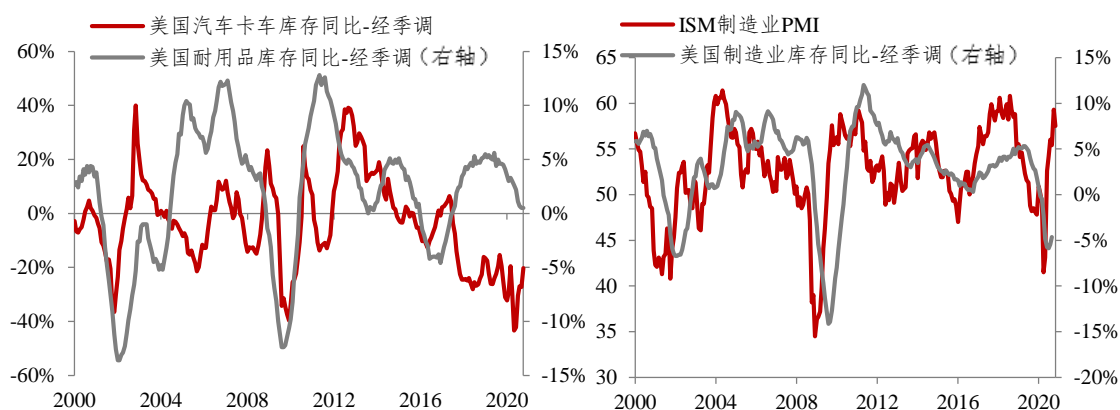
图表来源：The Guardian，工银资管（全球），截止 13/12/2020

在民主党横扫的场景下，大规模财政刺激方案将快速通过，进而推动利率曲线继续陡峭化以及股市风格轮动，之前滞涨的顺周期价值股得到支撑，并助推美元贬值、大宗商品价格上涨。不过，由于美国历来有分权的传统，在总统席位和众议院已经确定由民主党掌控的情况下，民意可能更倾向于让共和党掌控参议院，最终出现“Democratic Sweep”的概率相对有限。

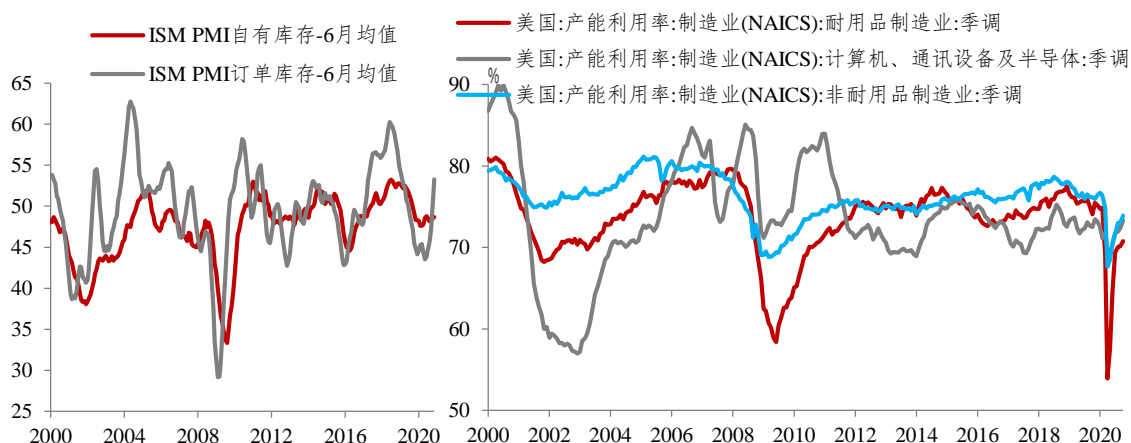
## 1.4 美国的库存周期将逐步开启

库存周期一般分为主动补库存、被动补库存、主动去库存以及被动去库存四个阶段。当前美国正处于从被动去库存过渡至主动补库存的阶段，新一轮库存周期可能开启。

5 月以后，随着欧美大部分地区逐步解除居家隔离，需求得到快速回升，但供给和生产的修复却由于欧美疫情持续反复而不断减缓，这导致部分产品库存迅速去化，尤其是汽车、卡车等耐用品库存在持续几年的低基数下仍大幅下降。此外，耐用品和非耐用品的产能利用率也都处于低位，这为库存周期的开启创造了条件。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

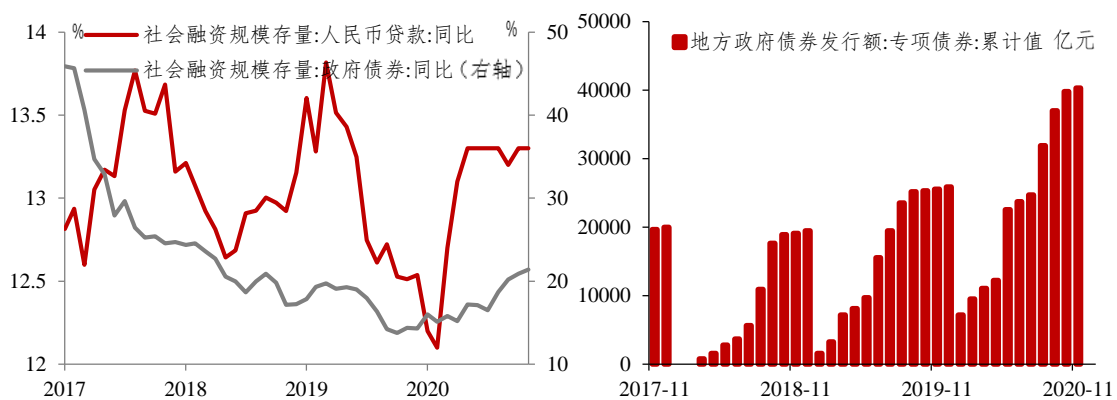
因此, 受到疫情加重及经济复苏放缓的影响, 风险资产在短期有回调压力, 但由于美国正处于库存周期开启的阶段, 对中期市场表现无需悲观, 风险资产出现大级别下跌的可能性有限。

## 二、国内资产展望: 两对矛盾的拉锯——信用拐点与出口韧性, 估值扩张空间有限与盈利抬升

### 2.1 信用拐点与出口韧性将成为明年上半年市场的主要宏观矛盾

**2.1.1 社融顶部区域已到，信用扩张将回归正常化**

11月社融存量同比13.6%，低于前值，社融拐点可能即将到来。当前社融最重要的两块是人民币贷款和国债地方债，人民币贷款表征经济内生动力，国债、地方债表征中央和地方的政策力度及债券供给。人民币贷款分项维持13.3%的增速已属较为强劲，这也与经济基本面持续修复相互印证。国债、地方债的发行节奏从四季度开始放缓，企业债融资也因为永煤事件受到影响。

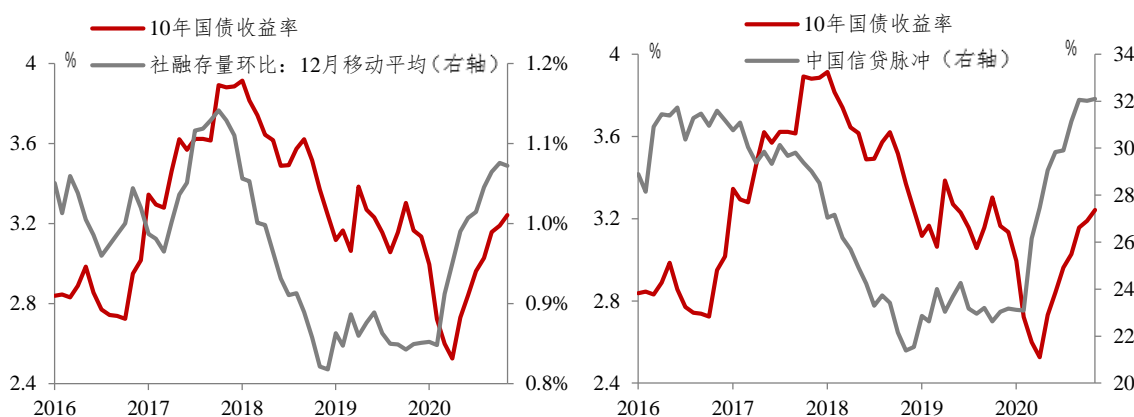


数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

与发达国家不同，信用的扩张和收缩是影响新兴市场的资本市场表现最重要的变量之一。在疫情影响下，今年政策面对国内宏观杠杆率上升保持了容忍态度，但从年中开始，中央逐步开启稳杠杆、防风险模式，在经济复苏的背景下，预计稳杠杆将继续成为明年的政策重点。因此，在经历了两年的宽信用之后，明年国内信贷和政府债券总量政策将逐步调低，这将促使国内信用扩张正常化。社融增速的放缓和信贷脉冲的下降将构成股票的压制力之一和债券的支撑力之一。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

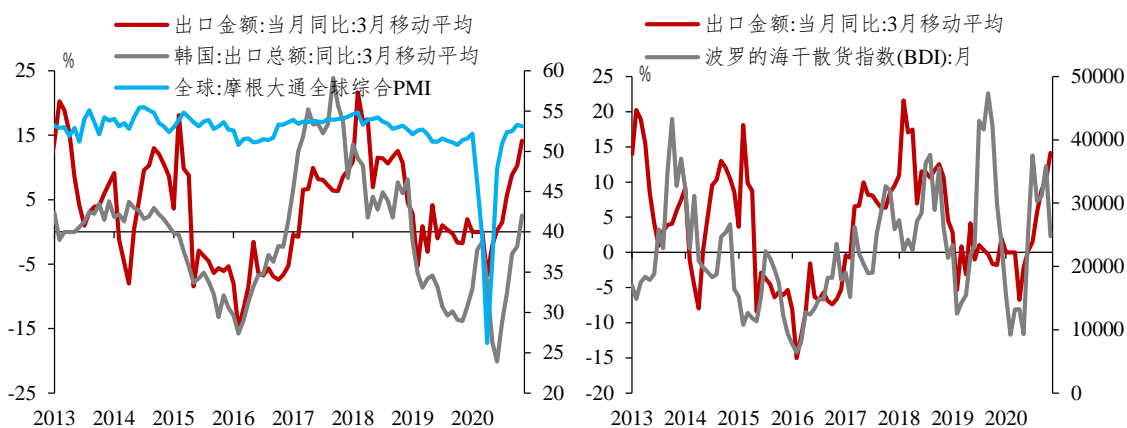


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

### 2.1.2 海外需求及转单效应将继续对出口形成支撑

出口方面, 鉴于明年上半年发达国家将大量接种疫苗, 新兴市场国家获得疫苗则相对较晚, 这势必将会对新兴市场的复工复产造成部分影响。中国处于全球产业链分工的中游, 经济扩张受欧美需求的驱动显著, 对疫情的较好控制也会继续推动海外转单效应并支撑出口订单。因此, 明年上半年的出口应具有较强韧性。

这里强调的是出口韧性, 今年下半年以来, 由于中国的出口持续超预期, 明年出口超预期的可持续性存疑, 尤其是从环比来看。但是, 出口的结构可能会发生变化, 中国具有较强全球竞争力及比较优势的产业将受益。



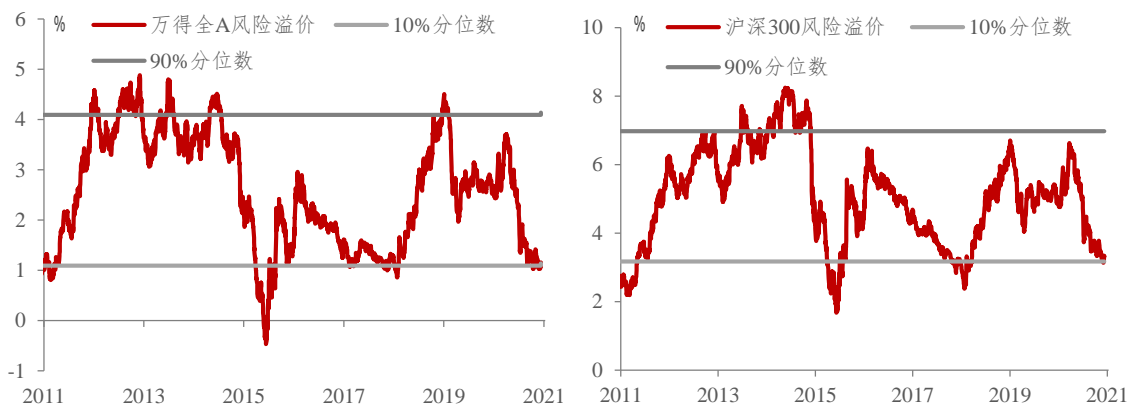
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

## 2.2 估值与盈利的拉锯可能推动 A 股结构性分化

### 2.2.1 估值的提升空间整体有限

估值方面, 对于整体市场来讲, 估值水平的底层逻辑可以分为三个部分: 一是无风险利率; 二是经济周期的位置和方向; 三是市场的情绪或价格动量。很显然, 前两项是中期更为核心的影响因素。

无风险利率层面, 我们将估值与无风险利率相结合构造风险溢价指标, 可以看到, 万得全 A 和沪深 300 的风险溢价都已处于历史较低水平。也就是说, 单从贴现率角度看, 当前大盘的估值水平虽未到泡沫但已处于较高区域, 何时出现拐点难以确认, 但估值继续提升的空间有限。



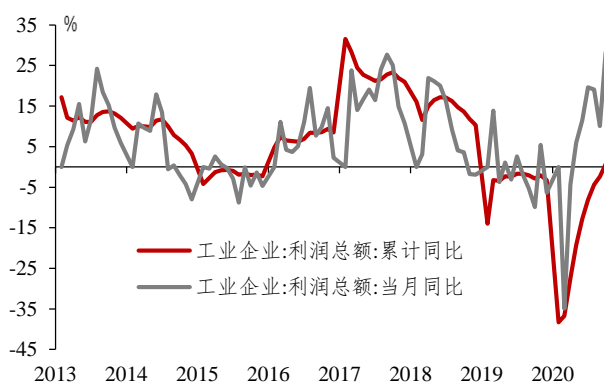
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

经济周期层面，正如前面所述，一方面，信用扩张的顶部区域已到，虽然紧信用的可能性不大，但在稳杠杆的背景下，信用扩张将回归正常化；另一方面，随着发达国家疫苗的施打以及新兴市场国家获得疫苗相对滞后，海外需求增加和转单效应可能继续为出口带来支撑。

因此，结合无风险利率水平和经济周期位置，明年股票市场的估值提升空间有限。

### 2.2.2 低基数及复苏动能将支撑企业盈利扩张

盈利方面，2021 年企业利润将出现显著修复，2020 年一季度工业企业利润累计同比下滑近 35%，上半年累计同比下滑 12.8%。在低基数的影响下，2021 年上半年的工业企业利润势必将出现显著修复，尤其是受出口链拉动且中国具有比较优势的行业，如工程机械、电气设备、家电、汽车零部件等。此外，这些行业基本适用于 PB-ROE 框架估值，盈利向上也能对估值形成支撑，估值收敛的风险也相对较低。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

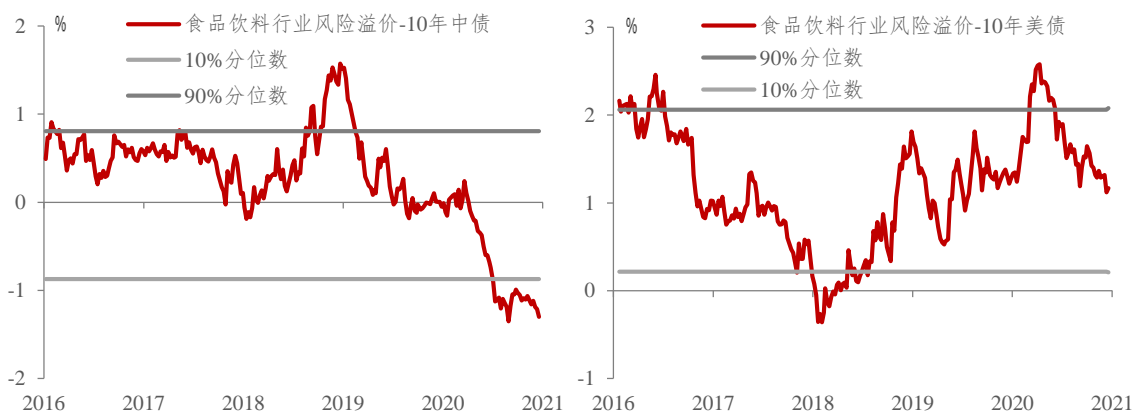
### 2.2.3 另一个视角看“核心资产”

当前 A 股与美股的风格越来越接近。以今年市场表现为例，中国受疫情冲击以及对疫情的控制都要早于欧美，复工复产也明显更快，大类资产的表现理应体现经济复苏错位的逻辑。而在这期间，人民币升值以及中美国债利差拉大也确实都表现了中美经济错位的特征。

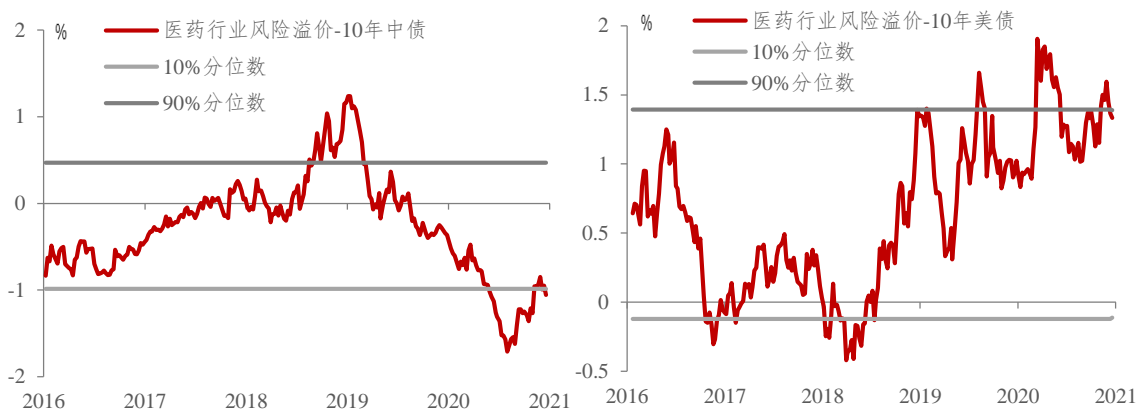


按同样的逻辑，中国股票的风格转换也应该早于美股，而7月出现的价值占优格局却很快被修正，事实上中国股票的顺周期风格直到11月初才在拜登当选引发的财政刺激预期和辉瑞疫苗好消息的驱动下开始显现。此外，在近期美国疫情加重和就业数据大幅低于预期的背景下，A股的顺周期风格也有所褪色，这其中无疑有行业映射或情绪传导的影响因素，但最核心的原因可能是：随着外资影响力的不断增强，并逐步掌握了部分股票的边际定价权，而这部分股票与“核心资产”的重叠性非常强。

如果分别用中国10年国债收益率和10年美债收益率作为估值锚来比较食品饮料、医药、家电等核心资产相对集中的行业的风险溢价，可以看到经中国国债调整后的食品饮料、医药、家电等行业的估值水平都已经处于非常极端的位置，但是如果以美债收益率作为估值锚的话，其调整后的行业估值还远未达到2018年初的水平。因此，从海外资金成本的视角来看，中国的“核心资产”仍不算贵，这可能是近期“核心资产”仍相对坚挺的原因之一，而这还未考虑人民币升值的影响。当然，我们并不认为食品饮料、医药、家电这些行业已经可以用美债收益率来作为估值锚，但也不可否认外资在这些行业的边际影响。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

展望明年, 估值与盈利的拉锯可能会推动 A 股的结构化分化持续。那么, 站在当前的周期位置, 自上而下的看, 股票市场的哪个方向的阻力最小呢? 从中国方面看, 最具有确定性的是受海外需求支撑且具有较强出口竞争力的行业; 从美国方面看, 由于美联储已表示扩表将持续且在 2023 年前都不会加息, 美债收益率虽会随经济修复而逐步上行但在通胀出现之前美债利率都已在一定程度上被锚定, 中短期上行空间非常有限, 核心资产仍是较好的方向。

因此, 综合来讲, 受海外需求主导、具有较强出口竞争力、估值受盈利驱动且盈利向上的核心资产可能是市场阻力最小的方向。

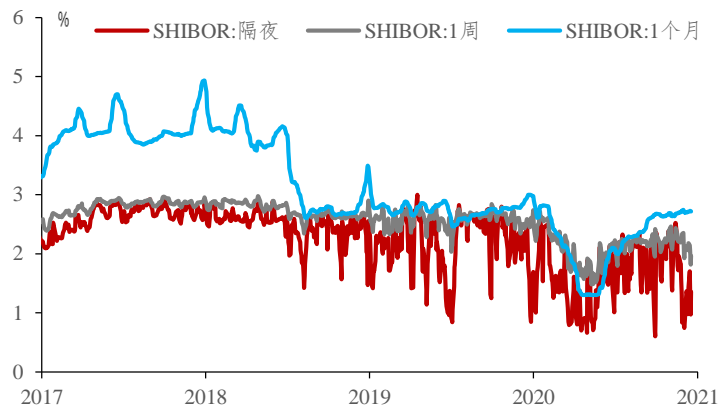
## 2.3 稳杠杆仍将是明年货币政策的核心诉求，信用扩张正常化可能成为利率交易主逻辑，利率债短期不悲观，中期不乐观

### 2.3.1 货币政策已回归正常化，稳杠杆仍将是明年货币政策的重心

中国央行的货币政策目标相较欧美央行具有更多维度——保增长保就业、防金融风险、稳通胀、保持国际收支平衡，但在不同时期各有侧重。今年以来，央行货币政策的侧重点明显分为两个阶段。

阶段一（疫情爆发至5月）：疫情爆发导致部分经济活动停摆，整体的宏观政策围绕“六保”进行，此时保经济、保就业是货币政策的核心诉求。

阶段二（5月至今）：疫情得到有效控制，经济复苏趋势得以确认，此时货币政策的核心诉求切换至防风险、稳杠杆。当前1月 Shibor 以及1年期商业银行同业存单利率也已经回到了2019年的中枢水平，表明央行货币政策已经回归正常化。



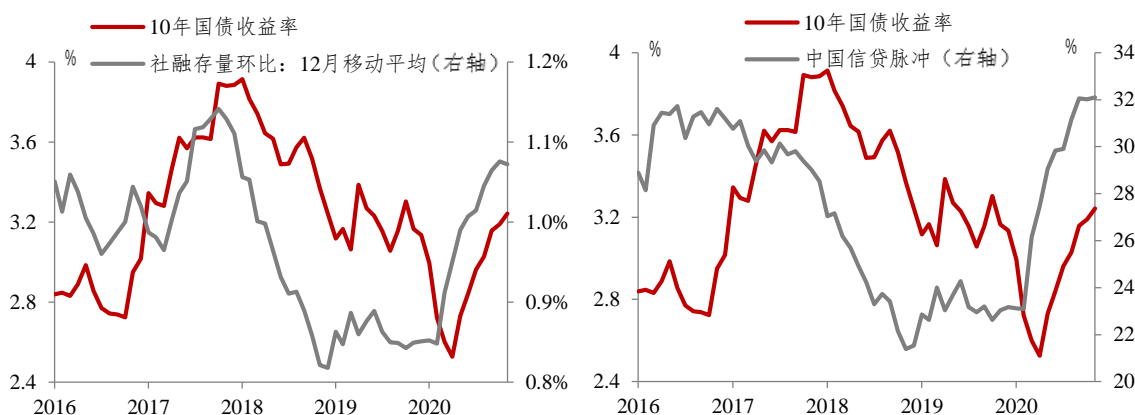
数据来源：Wind，工银资管（全球）

值得注意的是，以“六保”为核心的货币政策是在新冠疫情爆发、经济活动受到严重冲击的背景下推出的，目的是为了应对疫情，属于相对短期的政策逻辑，而中国的货币政策有中长期约束，即为防范化解重大金融风险。站在央行的角度看，行之有效的货币政策也需要健康的金融系统，5月后货币政策逐步回归正常化也验证了这个逻辑。

因此，在经济持续复苏的大环境下，稳杠杆将继续成为明年央行货币政策的核心诉求。

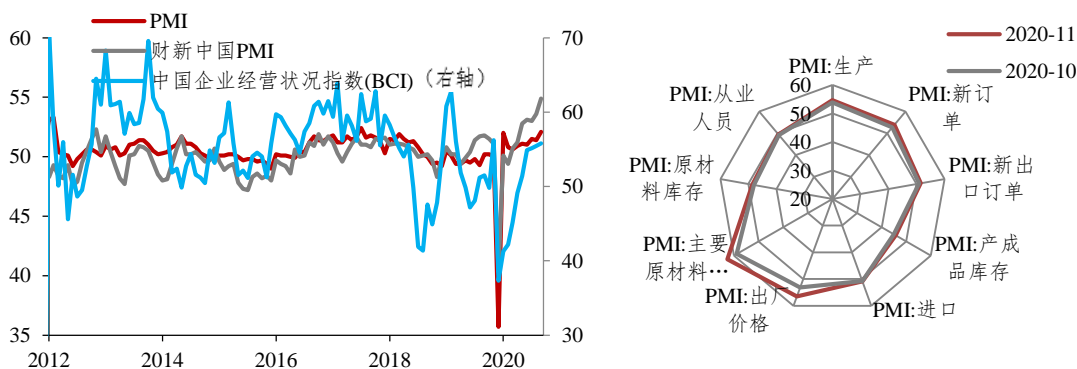
**2.3.2 信用扩张正常化更可能成为利率交易的短期主逻辑，通胀是中长期潜在风险，利率债短期不悲观，中期不乐观**

一方面，如前面所述，11月社融存量同比低于前值，社融已达顶部区域，在经历了两年的宽信用之后，明年国内信贷和政府债券总量政策将会回落，这将促使国内信用扩张正常化。社融增速的放缓和信贷脉冲的下降预计将对利率债形成支撑。



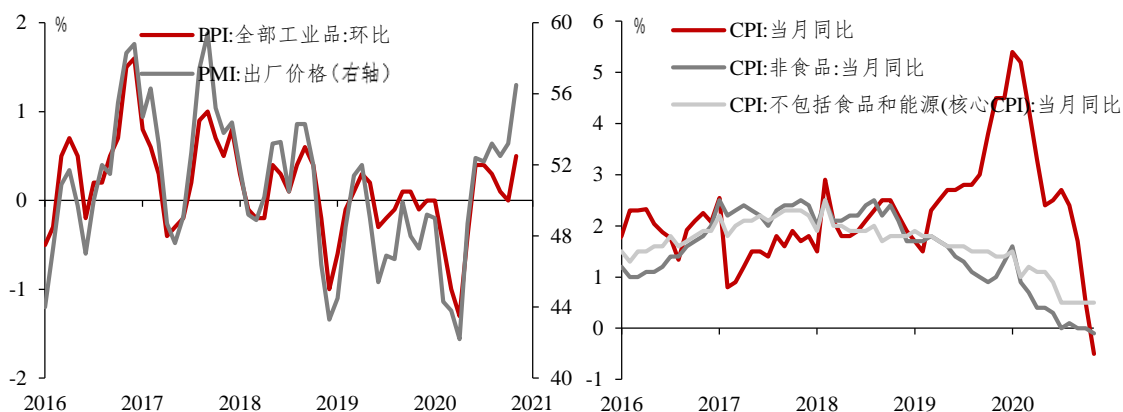
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

另一方面，中国11月中采制造业PMI为52.1，财新PMI为54.9，BCI也继续好转，显示中国制造业仍处于较高景气区间，经济温和复苏，出口韧性也将持续驱动基本面继续向好，并对利率债产生一定压制。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

中长期来看, 通胀是最大的潜在风险。与 2019 猪肉价格的供给端扰动不同, 未来面临的可能是全球共振复苏的需求端的冲击, 但冲击的影响仍待验证。不过, 由于通胀在短期难以证伪, 势必将会在中长期对利率债形成压制。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

综合来看, 出口韧性仍可能会对利率债构成利空, 但利率债在经历了数月复苏逻辑的压制后, 经济基本面对利率的驱动已明显减弱, 而当前信用拐点临近, 信用扩张正常化的逻辑可能在中短期成为利率交易的主线。周期位置和方向决定胜率, 宏观场景对利率债从不利转向中性偏多, 做多利率债的胜率提高且当前赔率不低, 我们对利率债的观点从中性转为中性偏多, 不过仍要密切关注中长期的通胀风险。

### 三、基金经理观点

#### 3.1 股票基金经理 2021 年展望: 看好新兴市场, 对中国市场保持谨慎乐观

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	12.36	6.17	22.57	11.63
标普 500	10.95	3.89	19.98	14.01

道琼斯工业	12.14	4.75	17.98	6.11
欧洲 STOXX 50	18.09	6.96	15.76	-4.30
日本 225	15.04	14.97	21.81	13.77
MSCI 新兴市场	9.25	9.75	31.36	10.49
MSCI 新兴亚洲	7.49	9.82	34.75	20.22
MSCI 亚太除日本	9.12	9.23	32.59	15.22
MSCI 香港	11.13	4.26	23.94	0.20
MSCI 中国	2.74	5.28	32.81	25.51

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 30/11/2020

全球肺炎疫情仍然严峻, 疫苗的利好消息以及市场对拜登政府权力交接将更顺利的预期, 使得股市向好。经济数据方面, 新兴市场大多正向。东盟十国以及韩国、日本、澳大利亚、新西兰、中国正式签署“区域全面经济伙伴关系协定”(RCEP), 利好于亚洲地区长期稳定合作。预计 2021 年新兴市场数据持续反弹, 经济状况持续改善。

中国 10 月主要经济指标延续回升趋势, 预示经济增长有望继续加快, 判断 2021 年第一季度维持回升。工业生产已恢复到疫情之前的水平, 服务业有望加快, 成为加快增长的重要动力。随着一系列助企纾困和金融支持实体经济政策落地见效, 各类市场主体活力稳步恢复, 盈利状况改善, 工业企业利润稳定恢复态势进一步巩固, 由于未来利润增长仍可能面临压力, 下一步仍需以国内大循环为主体, 双循环新发展格局要求, 推动工业企业生产经营健康发展。宏观政策方面, 央行发布今年第三季货币政策执行报告, 第三季度新投放贷款利率表按季企稳回升, 市场预期内地银行净息差将触底回升, 业绩或逐步改善, 带动银行板块上涨。另外, 商务部表示, 将稳定扩大汽车消费, 鼓励地方调整优化汽车限购措施, 鼓励有条件的地方开展新一轮汽车下乡和以旧换新。未来经济复苏周期主逻辑叠加多因素正向共振将驱动中枢不断抬升, 判断 2021 年市场中期震荡向上格局不变, 对市场保持谨慎乐观的判断。短期市场波动率较大, 板块轮动迅速, 投资者可关注蓝筹和可选消费等估

值合理区间的优质标的，特别是 RCEP 签署受益标的的配置机会。虽然疫情是否会反复存在不确定性，但不会改变中国经济企稳向好的态势。

海外方面，受疫苗利好消息不断，叠加特朗普有意开始交接政权，财政刺激政策有望推动，美股向好。经济数据方面好坏参半，美国今年第三季实际国内生产总值符合预期，扭转第二季萎缩趋势。美国密歇根大学 11 月消费者信心指数终值下修至 76.9，稍低于预期及前值，结束连升三个月。与此同时，受累于美国疫情形势严峻，上周首次申领失业救济金人数反弹，经济复苏的步伐依旧颠簸。欧洲方面，投资者仍在关注新冠疫情在欧洲的蔓延，受封城影响，法国 11 月消费者综合信心指数下降至 2018 年 12 月以来最低。暂时未看到发达国家 2021 年经济状况趋势性向好迹象。

预计新冠病毒疫苗憧憬与疫情恶化的现实或存在落差，市场后续仍要面对美国政策不确定性以及欧洲疫情风险，市场会持续波动，建议投资者短期回避发达市场。

### 3.2 固收基金经理 2021 年展望：看好亚洲债券，高收益表现将优于投资级

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债 (bps)	-3.81	13.38	-8.41	-90.48
5 年期美国国债 (bps)	-6.12	34.86	18.79	-78.63
10 年期美国国债 (bps)	-3.89	19.13	28.64	-56.20
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年)(%)	-11.53	-5.96	-39.60	2.25
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-23.46	-22.99	-35.26	10.69
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-25.24	-9.95	-32.24	10.58
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-22.70	-9.92	-45.45	-0.49
JACI 亚洲美元债信用利差 (%)	-4.79	-4.70	-20.33	19.02

JACI 亚洲投资级信用利差 (%)	-7.65	-1.70	-18.87	15.59
JACI 亚洲高收益级信用利差 (%)	-3.81	13.38	-8.41	-90.48

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 30/11/2020

亚洲债券市场 11 月表现良好, 摩根大通亚洲美元债指数全月上涨 1.27%, 其中投资级上涨 0.95%, 高收益级表现优于投资级, 录得 2.36% 的涨幅。随着美国大选结果的基本落地, 市场阶段性风险得到一定释放, 叠加新冠疫苗传出利好, 亚洲美元债已摆脱前期谨慎的市场氛围, 在全球股票市场大涨的带动下表现良好, 投资者风险偏好回暖, 在空头回补的带动下投资级和高收益级均有所上涨。

展望后市, 我们对 2021 年的投资级债券给予中性的观点。投资级债券在今年表现较为强劲, 截至 11 月末已上涨 6.59%。不过需要注意的是, 利率曲线贡献了超过 90% 的收益来源。明年随着全球经济的持续复苏, 美国将再次进入库存周期, 通胀预期将导致美国国债收益率全年呈现阶梯式走高的趋势, 从而影响投资级债券的表现。另一方面, 预期利差仍有进一步收窄的空间。整体上来看, 利率的走势将直接影响投资级债券在明年的表现, 而基本面的情况也将决定不同信用主体的投资收益, 尤其持续关注的交叉评级标的 (cross-over name)。具体板块来看:

(1) 持续看好亚洲金融类债券的表现, 特别是中资金融具有较好的投资机会;

(2) 中资国企由于受到美国制裁的影响, 预计短期波动将有所增加。但优质中资企业融资渠道畅顺, 所处行业关系国计民生, 且受国家支持, 中长期不改其信用资质;

(3) 对中资科技企业的表现保持中性偏乐观, 利好的方面为国家在新一轮五年计划中重点提出了科技创新的重要性, 而相对负面的方面为中美有关科技的摩擦;



(4) 港资投资级债券预计保持稳定，尽管连续受到 2019 年“社会运动”和 2020 年新冠疫情的持续影响，但港资企业均保持了相对审慎的财务状况，基本面可控。

投资级债券面临的风险方面，首先是美国制裁的影响。如果美国进一步扩大制裁名单，亚洲投资级债券将受到短期的估值冲击，但如果市场出现过度反应，可能会形成中期买入的时机。其次是信用基本面的风险。预计明年投资级发行人不会出现大规模的信用风险，但随着今年下半年以来中资国企在境内出现的一系列风险事件，国企信仰逐渐被打破，加上明年可能出现的流动性收缩，不排除境外违约事件的发生。最后是供给风险。明年亚洲债券的整体供给预计将保持增长的态势，但由于中资高收益发行人受到政策的限制，供给的增加将主要来源于投资级发行人，从而压缩利差收窄的空间。

相较于投资级债券，我们认为明年高收益债券的相对投资价值更高。目前，亚洲高收益债券的估值仍处于历史的相对中性位置，叠加 2021 年全球经济预计将持续复苏，企业基本面向好，因此整体上高收益债券预计将取得较好的表现。

其中，持续看好中资高收益房地产的表现。预期中资房企在“三条红线”的限制下，整体的信用基本面将持续改善，企业的杠杆水平将得到控制，进一步降低信托比例，并逐渐趋向于高质量的发展，择优选取土地投资。同时，愈发趋严的监管也将进一步区分不同信用资质的房企，市场会与前几年境内 AAA 标准的 1000 亿元销售目标一样，房企会通过财务调节尽量向“三条红线”靠近。因此，未来一年高杠杆的房企会有主动降低杠杆的意愿，同时一些本就处于两条红线以内的企业会充分利用目前的低息环境，进一步优化自身的债务结构（比如降级资本成本和拉长债务久期）。

违约风险方面，我们预计 2021 年亚洲高收益市场的违约率将接近 3%，主要来自中资非房地产民企以及印度和印尼的高收益发行人。不过，总体上来看，认为明年并不会形成趋势性违约，而是独立风险事件。

利率方面，利率陡峭化的趋势已经形成，但是短期会受情绪面的影响而呈现扁平化。基于后续美国财政刺激政策的推出、新冠疫苗问世等假设，全球经济将全面复苏，预计 2021 年利率曲线将继续上行并陡峭化，短期内市场关注的焦点是第二轮财政刺激政策的力度和推出时间。投资上，建议继续对利率敞口保持谨慎。

## 警告和免责声明

工银资管(全球)有限公司(以下简称“本公司”)是根据《证券及期货条例》第116条的规定获香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“证监会”)发牌的公司,以从事第4、第5及第9类的受规管活动。

本文件不可分发或发布于当地司法管辖区的适用法律或法规所不允许的人士。如果阁下并非本文件的指定收件人,请勿继续阅读本文件并应即时将之销毁。

此报告仅供专业投资者作参考,本文件仅供参考之用,并不构成在任何司法权区买卖个别证券或投资于其他投资产品的要约或招揽,且应绝对保密及仅可送交收件人。除非经本公司的事先书面同意,否则不可使用、翻印、复制或分发本文件的全部或部分内容。本文件并未得到证监会的批准。假如本文件由本公司以外的第三方分发,本公司无须对收件人或该第三方采取之任何行动负责。本文件的任何内容均不构成投资、法律或其他意见,投资者在作出投资决定或其他决定时也不应对之加以依赖。有意投资的人士应根据本身的投资目标及个人的财务状况,就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立意见。

本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能不时持有本文件所提及的个别证券或其他金融工具的长仓或短仓、买卖该等个别证券或投资于该等其他金融工具,而本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能因本文件中提及的个别证券或其他金融工具而涉及利益冲突。对于投资者在使用本文件时及依据该等材料而作出的任何投资决定所引起的任何损失及/或损害,本公司概不负责。本文件所表达的意见为本公司於本文件刊发之时的看法,可在无需给予通知的情况下予以更改。本公司将会尽一切的努力提供准确、及时的信息。尽管如此,本公司并不保证本文件所载信息的准确性、及时性、完整性、效用或其任何其他方面,也不会对任何该等内容负责。投资的价值可升亦可跌,并可能会受有关市场波动的影响。过往表现或任何估计或预测并非将来表现的依据。目前并无保证运用本文件所述的任何策略将导致所述的指定目标得以达成。虽然本文件所述的信息是从本公司相信为可靠的来源取得,但本公司或其董事、高级人员及雇员并不保证该等信息之准确性或完整性。所有图表和结果(如有)仅作参考之用,不可代表任何投资项目的实际或未来业绩。虽然帐户基金经理会尽合理的努力将投资风险减至最低,但投资价值可能会波动,因此有可能出现损失,而在最坏的情况下可能会损失全部的投资金额。投资回报并非以港元为单位、或非以港元为投资基准的人士会因汇率波动而承受风险。在作出任何投资之前,收件人应当参阅有关招售文件(如有)及财务报告(如有)以得知进一步的详情。此报告未经证监会审阅。

本公司保留追究权利。