

中信证券经纪（香港）

产品及投资方案部

认清拐点 把握投资主线丨2021年1月12日

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

定期出版：年度/季度投资策略











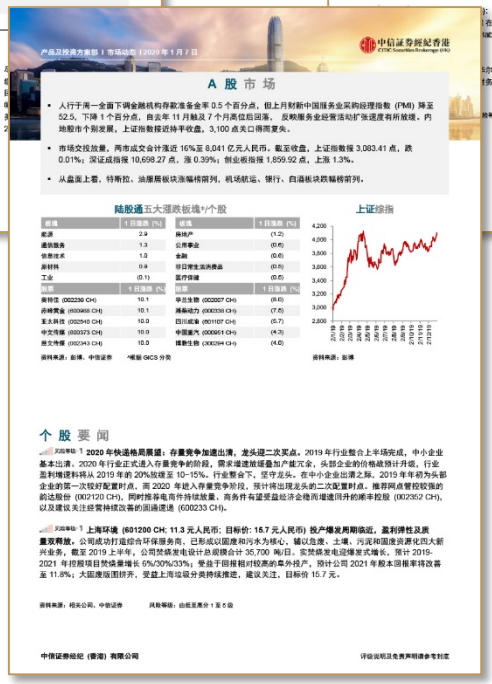
资料来源：中信证券产品及投资方案部

定期出版：每日市场动态


中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)
市场动态
2020 年 1 月 7 日
A/H 折溢价收敛下的 H 股机遇
股票
外汇 / 商品


海外市场
美欧主要指数
亚太主要指数
个股要闻

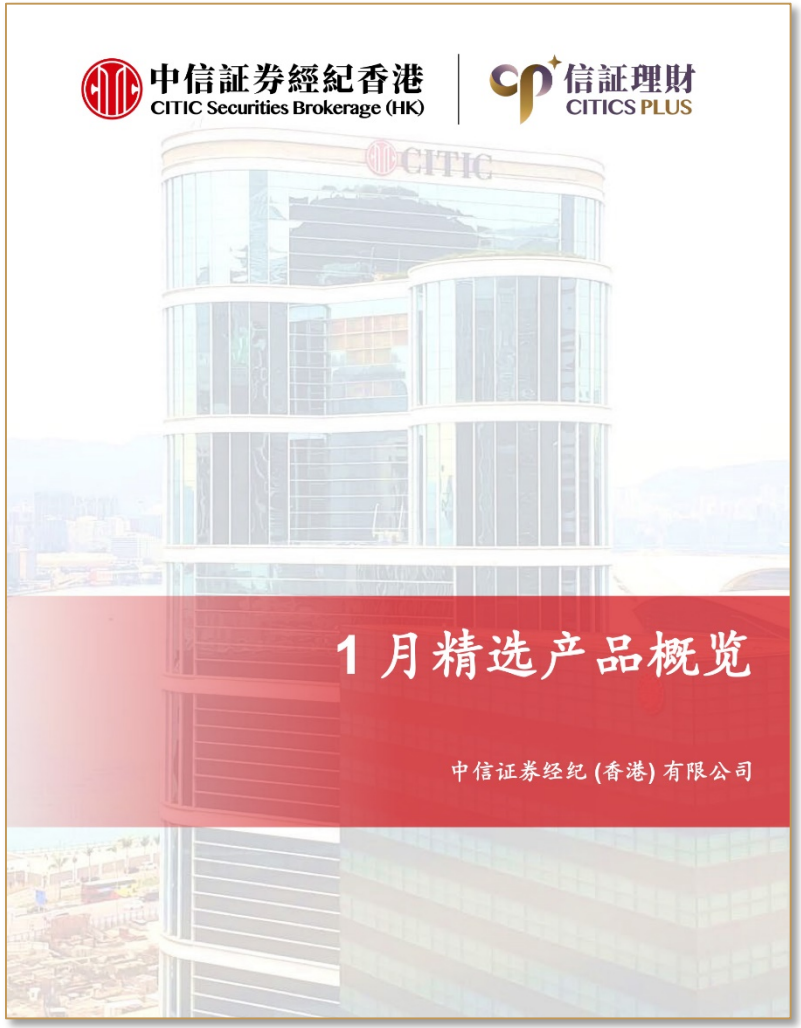

港股市场
港股主板五大涨跌板块*/个股
恒生指数
个股要闻


A 股市场
陆股通五大涨跌板块*/个股
上证综指
个股要闻


外汇 / 商品
主要外汇商品
固定收益
债券市场指数

定期出版：每周 / 每月投资焦点 ＋ 每月产品概览





资料来源：中信证券产品及投资方案部

定期出版：重点关注产品追踪 (每周)





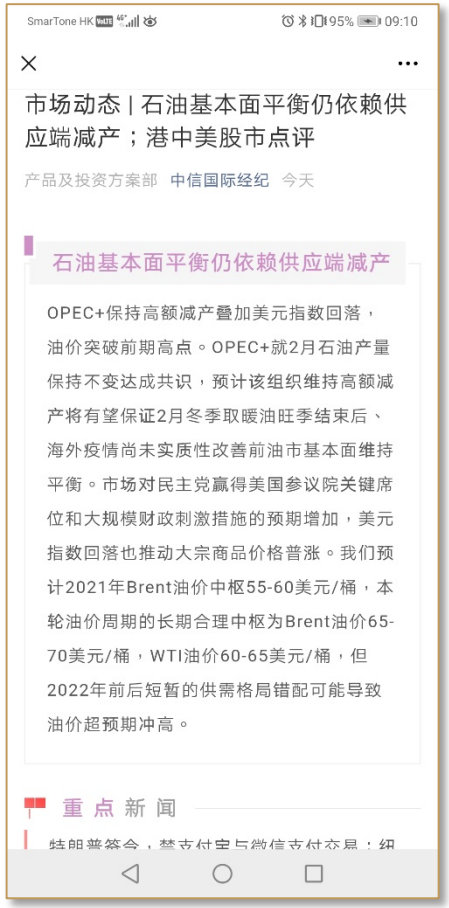


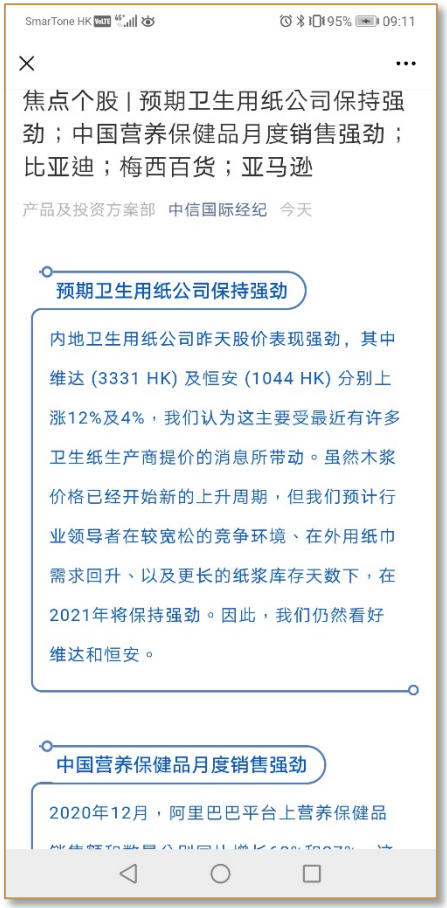


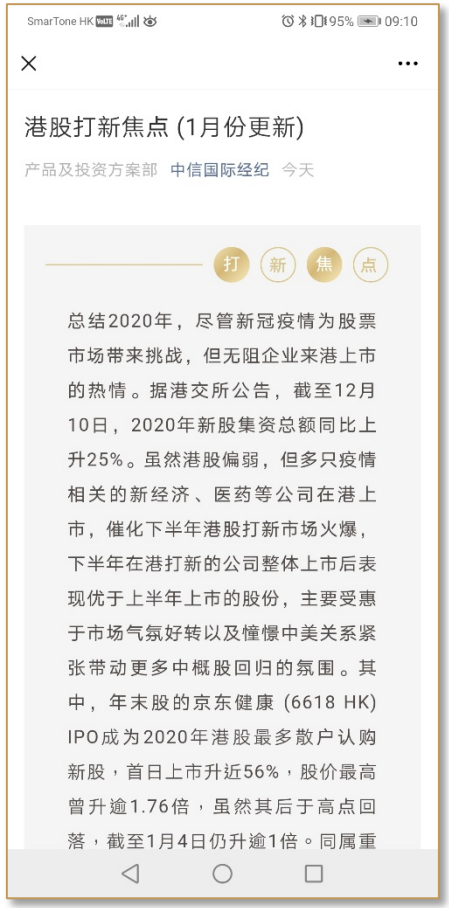
资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：市场动态 ＋ 焦点个股 ＋ 每月重点打新









资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：债市聚焦 ＋ 新债发行



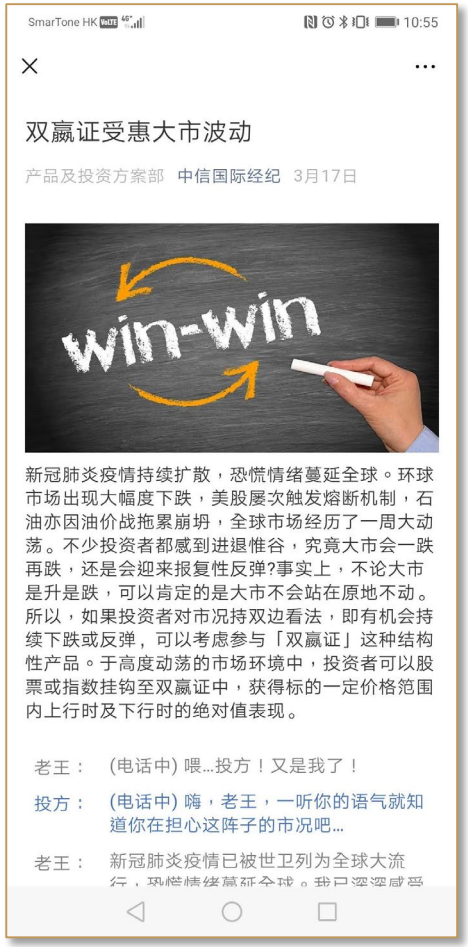




资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：活用结构化产品个案分享 ＋ 环球市场点评



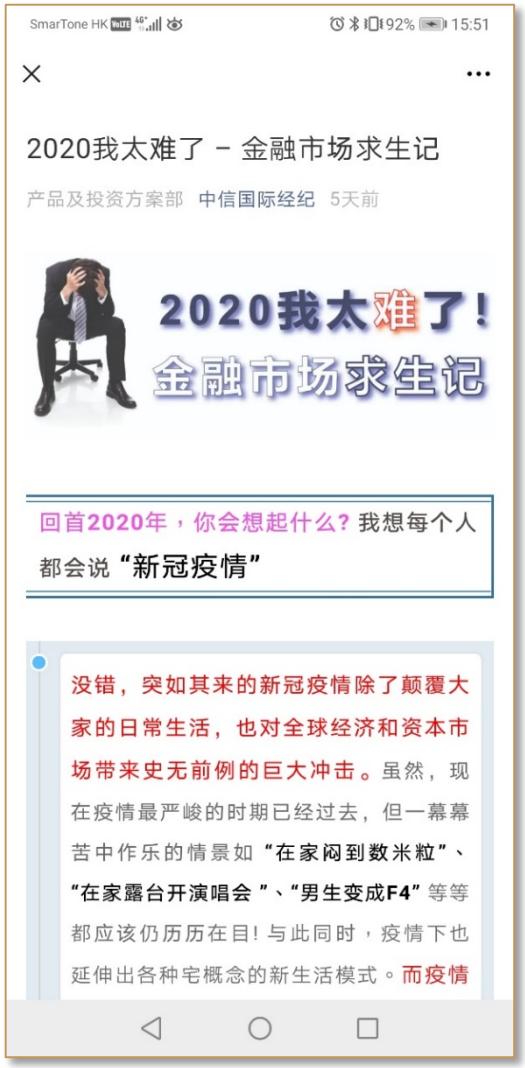




资料来源：中信证券产品及投资方案部

微信公众号：特别文章推荐







资料来源：中信证券产品及投资方案部

信报投稿：【市场观点】



信報 財經新聞

熱門：美國大選 施政報告　搜尋：5大疫向投資

搜尋

信報健康　StartUpBeat　EJFQ8　信報月刊　優雅生活　ejinsight

主頁　即時新聞　今日信報　港股360　地產投資　財富管理　專題

宏觀方略　ETF透視　基金縱橫　人民幣 / 外匯先機　智醒退休　精明理財

Like 0　列印　預設字型

2020年10月21日

市場分析

【市場觀點】2020年美大選投資部署

目前距離11月3日美國大選非常接近。歷史上資產價格存在「大選效應」，這也給市場帶來交易機會。從歷次美國大選期間的資產價格表現來看，美股美債難以出現持續性上升或下行行情，呈現持續震盪走勢，對應資產價格的波動率上升。同時我們也發現，相對於正常水平，歷次大選前美元指數走勢偏強、VIX指數和經濟政策不確定性指數也顯著上升。而大選之後，隨着新任總統選舉結果出爐，市場的波動率和不確定性則傾向於回歸正常水平，交易重心轉移到新上任總統可能出台的政策上，建議投資者關注大選結束後的政策預期。

放大圖片

表：大選後特朗普和拜登可能實施的美國國內政策

國內政策	特朗普	拜登
稅收	主張對企業和個人大幅度減稅，大選後大概率將推進稅改2.0	將最高權的個人所得稅率提高2.6%至39.6%，將企業所得稅率從21%提高到28%；小時計最低工資水準由7.25美元提高至15美元
基建	提議未來10年投入1萬億美元進行基礎設施建設，大部分資金用於道路、橋樑等傳統基礎設施建設	計劃1.3萬億美元的基建投資，主要用於支援清潔能源的研發、學校的建設，少部分資金會用於道路、橋樑的維修和建設
醫療	大幅削減醫保支出，繼續反對美巴馬的全民醫保政策	支持美巴馬的醫療改革並對它進行改進，進一步擴大醫保的覆蓋率；允許美國民眾購買海外的處方藥
教育	任期內一直削減聯邦政府的教育支出	加大教育投入；支援落後地區；免除部分開業學院學費
能源	廢除了美巴馬政府的《清潔能源計畫》，並退出了《巴黎氣候協議》，敦達任運將大力開發化石能源	制定了一項"清潔能源革命"計畫；預計未來10年投入1.7萬億美元，在2050年之前實現100%清潔能源經濟和淨零排放
金融	放鬆金融監管，任期內削弱了"多德-弗蘭克"法案	聲明支持政府對金融機構的監管，支持《多德-弗蘭克法案》；總體態度相對溫和，不支持恢復《格拉斯-斯蒂格爾法案》
科技	強調國家安全和網路安全，保護國內技術	對科技企業提起反壟斷訴訟，並進行調查
軍工	主張增加軍費開支	不主張削減軍費，保持海外人員部署

資料來源：特朗普及拜登競選網站，中信證券

留意大選結束後政策變化

從當前機會率來看，拜登當選並由民主黨控制兩院的機率最高。由於拜登很多政策都對市場不利，民主黨控制兩院之後更開通了政策推行的高速路，這可能會對短期



信報 財經新聞

熱門：美國大選 施政報告　搜尋：5大疫向投資

搜尋

信報健康　StartUpBeat　EJFQ8　信報月刊　優雅生活　ejinsight

主頁　即時新聞　今日信報　港股360　地產投資　財富管理　專題

宏觀方略　ETF透視　基金縱橫　人民幣 / 外匯先機　智醒退休　精明理財

Like 0　列印　預設字型

2020年8月25日

市場分析

【市場觀點】三因素影響美元後市及地位

一直以來，美元被視為最安全可靠的貨幣。不過，自從美國聯儲局「無限量寬」後，美元的「統治時代」可能正慢慢走向終結。

有鑑於美元走勢及地位對環球投資市場有舉足輕重的影響，筆者將從美國經濟基本面、貨幣政策和市場避險情緒這三方面，分析美元後市表現及未來地位。

放大圖片

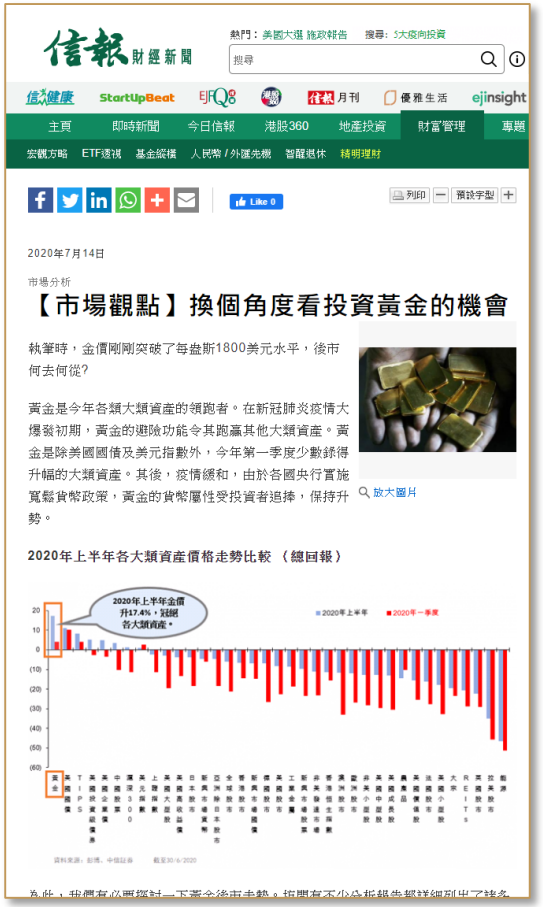
美國經濟相對強勢或不再

如何衡量美元地位的強弱？美元指數是經常被用作衡量美元走勢強弱的相對指標。美元指數由美元兌換6個主要國際貨幣的滙率，經過加權幾何平均數計算獲得，佔比最重為歐羅(57.6%)。而經濟基本面是影響美元指數的重要因素。美元與美國經濟強弱呈正相關，更準確來說，是美國與其他國家經濟實力的相對強弱有關。特朗普上台後的刺激政策令美國經濟表現強勁，股市屢創新高。不過，其通過大舉減稅等刺激措施帶來的只是短期提振效應，而長期而言，這將導致美國財政赤字大幅提升。政策效力過後，加上新冠疫情對美國的衝擊相對其他發達國家更為嚴重及持久，美國經濟外強中乾，未來經濟表現或將不如歐洲及日本等國，美元指數長期下行趨勢已成形。

疫情迫使聯儲局加碼寬鬆

當量寬由「有限」變成「無限」，印鈔機馬力全開，疫情過後貨幣供應量過多可能引發通貨膨脹。如果供應鏈受阻導致供給端不暢，同時需求端回暖，美國通脹風險將明顯加大。

雖然當前聯儲局資產負債表規模已較3月18日增長約2.29萬億美元，但從7月份的議



信報 財經新聞

熱門：美國大選 施政報告　搜尋：5大疫向投資

搜尋

信報健康　StartUpBeat　EJFQ8　信報月刊　優雅生活　ejinsight

主頁　即時新聞　今日信報　港股360　地產投資　財富管理　專題

宏觀方略　ETF透視　基金縱橫　人民幣 / 外匯先機　智醒退休　精明理財

Like 0　列印　預設字型

2020年7月14日

市場分析

【市場觀點】換個角度看投資黃金的機會

執筆時，金價剛剛突破了每盎斯1800美元水平，後市何去何從？

黃金是今年各類大類資產的領跑者。在新冠肺炎疫情大爆發初期，黃金的避險功能令其跑贏其他大類資產。黃金是除美國國債及美元指數外，今年第一季度少數錄得升幅的大類資產。其後，疫情緩和，由於各國央行實施寬鬆貨幣政策，黃金的貨幣屬性受投資者追捧，保持升勢。

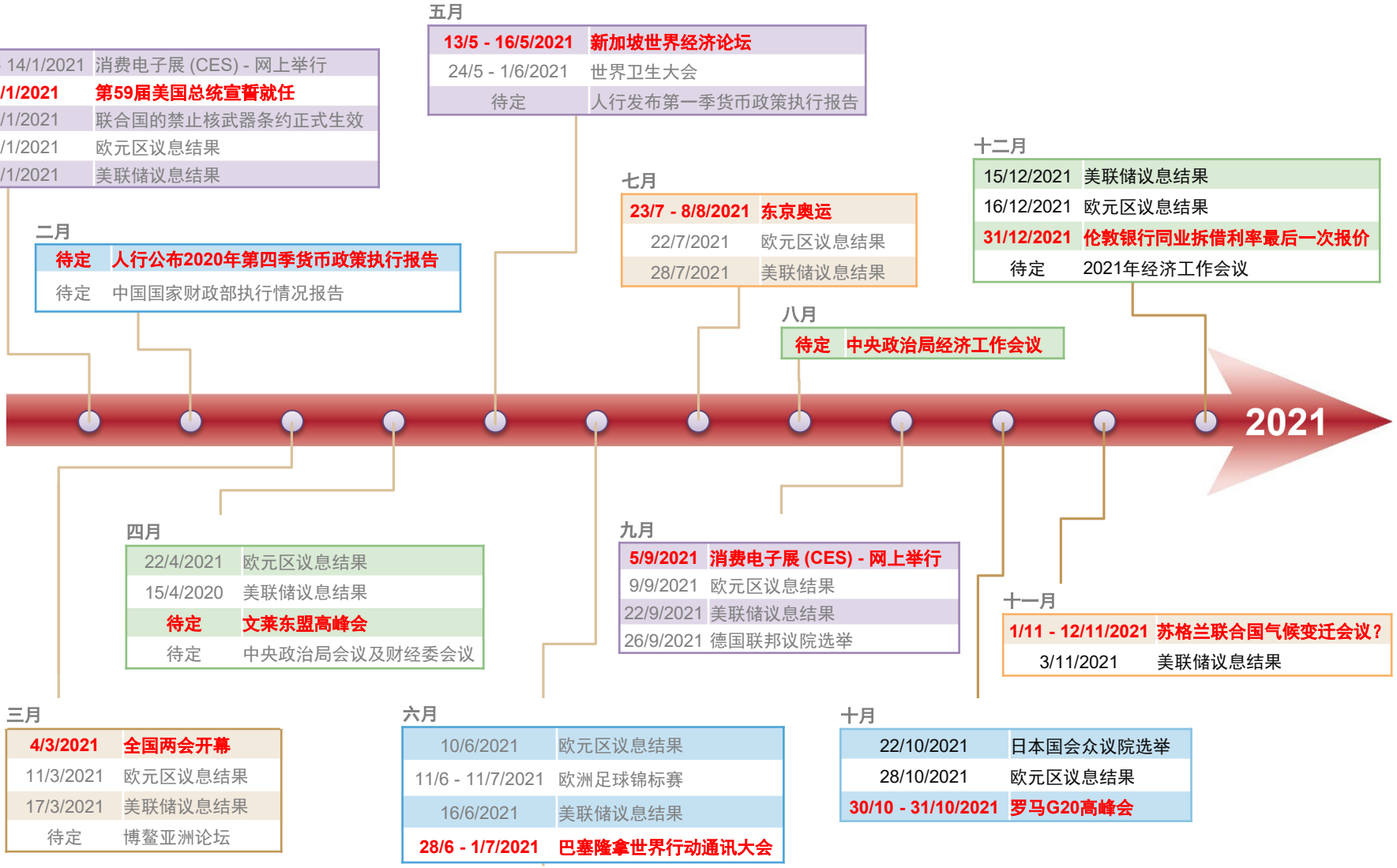
放大圖片

2020年上半年各大類資產價格走勢比較 （總回報）

為此，我們有必要探討一下黃金後市走勢。這間有不少分析報告都詳細列出了諸多

资料来源：中信证券产品及投资方案部

2021年重大事件



资料来源：中信证券产品及投资方案部

2021年六大「黑天鹅」事件

2021年「黑天鹅」	发生概率*	对市场冲击*
全球中美两极化催势加剧，冷战时期再现	★★	★★★★★
新冠病毒变种，现有疫苗无效	★★★	★★★★
通胀急升，美国被迫收紧货币政策	★★	★★★★
国企城投违约潮涌现	★★★	★★★
油组瓦解令油价大跌	★★	★★★
美国总统拜登为健康理由请辞，贺锦丽接任	★★★	★★



*发生概率/对市场冲击：由低至高分1至5级

资料来源：中信证券产品及投资方案部



资 产 配 置

惊心动魄的2020

- **新冠疫情大爆发。**回顾疫情之前，2017年全球经济增长实现欧债危机以来最高增速3.3%，此后经济内生增长动能逐步趋缓。 2020年突如其来的新冠疫情对全球经济和资本市场带来史无前例的巨大冲击，而各国政府在货币和财政政策方面的快速有效应对避免了经济陷入持久衰退。新冠疫情的爆发不仅加速了经济放缓的进程，而且对各国经济也造成了长期结构性的负面损伤，失业人口攀升、储蓄率中枢抬升、债务规模扩大对终端需求的抑制意味着全球经济在疫情之后的修复之路很难一蹴而就。

- **中国最先控制住疫情，将是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。**回首2020年，无论是宏观经济运行，还是财政和货币政策应对以及股票和债券市场的全年走势，都绕不开疫情这个最大的“外生变量”。面对风浪突起，中国采取特殊时期特殊举措，最先控制住疫情，最先复工复产，实现了经济逐月逐季向好的较快恢复，我们预计2020年中国将是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。

- **零负利率时代。**在疫情发生之前，美国和中国是唯二两个货币政策正常化、没有实施零利率或负利率的主要经济体。然而，疫情发生之后，美联储快速降息，实施零利率，并大规模扩表，放弃了正常化的货币政策，后又调整对通胀的评估框架。

- **风险资产先低后高。**疫情年初在多国扩散，跟随着各地纷纷实施封锁措施下，环球股市经历了惊心动魄的3月份。但零/低息环境、经济重启、多国合力推出救援措拖、憧憬疫苗推出及美国总统选举结果落地的因素下，投资者风险偏好回升，风险资产在下半年也有明显的反弹。其中中国从疫情最早回复，A股全年表现也优于环球其他市场；在憧憬拜登当选后推出大规摸刺激方案下美股也屡创新高。

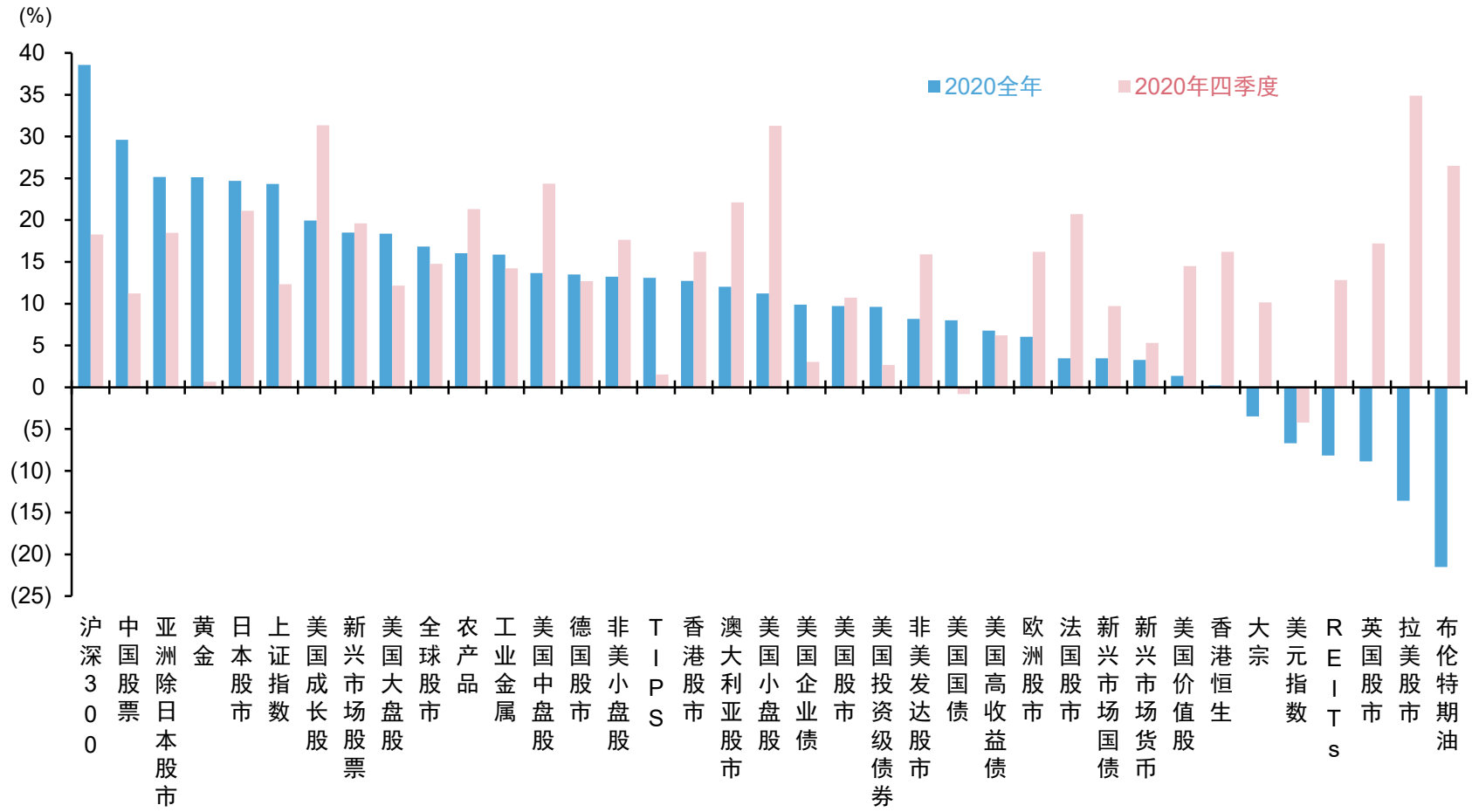
- **从负油价到大宗商品价格新高。**4 月20日，WTI原油期货合约价创历史地出现负数，结算价为-37.63美元每桶，与此同时，主要大宗商品价格均显著走低。然而，到了下半年，逻辑又迅速向“经济复苏预期”切换，多数大宗商品价格创新高。

- **从“美元荒”到美元指数向下突破90。**美元指数最高时向上突破了100，最低时向下突破了90，从恐慌情绪和交易因素导致的“美元荒”到“美元趋势性走弱”，一年内出现了大幅波动。

资料来源：中信证券

2020年中国股市显着跑赢，1-3季度落后资产幅大幅反弹

2020年全年及四季度各大类资产价格走势比较 (总回报)



资料来源：彭博、中信证券　　^截至31/12/2020　　* 以美元計算

大类资产过往十年表现 (2011年至2020年)

近10年环球市场热图 (股票/债券/商品)

2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	十年年化回报	十年年化波动率
中国在岸债 37.0	中国离岸高收益债 34.0	美国股票 32.4	中国A股 52.1	中国离岸高收益债 10.8	美国高收益债 17.1	新兴市场股票 37.8	中国在岸债 3.5	中国A股 36.8	中国A股 38.6	美国股票 13.9	原油 39.9
美国国债 9.8	香港股票 28.3	欧洲股票 26.0	美国股票 13.7	中国在岸债 3.9	美国股票 12.0	香港股票 36.2	美国国债 0.9	原油 34.4	黄金 21.0	中国A股 7.6	中国A股 24.1
黄金 9.6	欧洲股票 19.9	香港股票 11.1	中国离岸投资级债 8.5	中国离岸投资级债 3.3	新兴市场股票 11.6	中国A股 32.7	中国离岸投资级债 0.5	美国股票 31.5	新兴市场股票 18.7	中国离岸高收益债 6.9	香港股票 18.3
新兴市场美元债 8.5	新兴市场股票 18.6	美国高收益债 7.4	中国在岸债 8.0	中国A股 2.4	中国离岸高收益债 10.4	欧洲股票 26.2	美国高收益债 -2.1	欧洲股票 24.6	美国股票 18.4	美国高收益债 6.8	新兴市场股票 17.8
美国投资级债 8.1	新兴市场美元债 18.5	原油 6.8	美国投资级债 7.5	美国股票 1.4	新兴市场美元债 10.2	美国股票 21.8	美国投资级债 -2.5	新兴市场股票 18.9	美国投资级债 9.9	香港股票 6.5	欧洲股票 16.7
中国离岸投资级债 5.3	美国股票 16.0	中国离岸高收益债 6.6	新兴市场美元债 5.5	新兴市场美元债 1.2	黄金 7.7	黄金 12.8	黄金 -2.8	黄金 18.0	中国在岸债 9.8	新兴市场美元债 6.0	黄金 16.3
美国高收益债 5.0	美国高收益债 15.8	中国在岸债 1.3	香港股票 5.1	美国国债 0.8	原油 7.1	新兴市场美元债 9.3	中国离岸高收益债 -4.2	美国投资级债 14.5	美国国债 8.0	欧洲股票 5.9	美国股票 13.5
美国股票 2.1	中国离岸投资级债 12.8	美国投资级债 -1.5	美国国债 5.1	香港股票 -0.5	美国投资级债 6.1	美国高收益债 7.5	美国股票 -4.4	新兴市场美元债 14.4	中国离岸高收益债 7.5	美国投资级债 5.6	中国离岸高收益债 13.0
原油 -3.6	中国A股 11.1	新兴市场股票 -2.3	中国离岸高收益债 3.9	美国投资级债 -0.7	中国离岸投资级债 4.4	原油 5.1	新兴市场美元债 -4.6	美国高收益债 14.3	美国高收益债 7.1	中国离岸投资级债 5.2	新兴市场美元债 7.8
欧洲股票 -10.5	美国投资级债 9.8	中国A股 -2.6	美国高收益债 2.5	欧洲股票 -2.3	香港股票 2.3	中国离岸高收益债 6.5	香港股票 -7.8	中国离岸高收益债 12.7	中国离岸投资级债 6.6	中国在岸债 4.5	美国高收益债 7.1
中国离岸高收益债 -13.7	黄金 6.1	美国国债 -2.7	黄金 -1.7	美国高收益债 -4.5	美国国债 1.0	美国投资级债 6.4	新兴市场股票 -14.2	中国离岸投资级债 10.2	欧洲股票 5.9	新兴市场股票 4.0	美国投资级债 5.1
香港股票 -16.0	中国在岸债 5.1	中国离岸投资级债 -3.4	新兴市场股票 -1.8	黄金 -10.9	欧洲股票 0.2	中国在岸债 6.2	欧洲股票 -14.3	香港股票 10.3	新兴市场美元债 5.9	美国国债 3.3	中国离岸投资级债 4.2
新兴市场股票 -18.2	美国国债 2.0	新兴市场美元债 -6.6	欧洲股票 -5.7	新兴市场股票 -14.6	中国在岸债 -5.2	中国离岸投资级债 4.4	原油 -20.5	美国国债 6.9	香港股票 5.8	黄金 2.1	中国在岸债 4.1
中国A股 -20.6	原油 -11.8	黄金 -28.7	原油 -41.7	原油 -44.3	中国A股 -15.2	美国国债 2.3	中国A股 -27.5	中国在岸债 3.4	原油 -50.7	原油 -16.0	美国国债 3.6

资料来源：彭博；图例中的“中国A股”为沪深300指数、“美国股票”为标准普尔500指数、“欧洲股票”为MSCI欧洲市场指数、“香港股票”为MSCI香港市场指数、“新兴市场股票”为MSCI新兴市场股市指数、“新兴市场美元债”为摩根大通全球新兴市场美元债券指数、“美国国债”为彭博巴克莱美国国债指数 (1987年起) 、“美国高收益债”为彭博巴克莱美国企业高收益债券指数、“美国投资级债”为彭博巴克莱美国投资级别企业债券指数、“中国在岸债”为彭博巴克莱中国综合指数 “中国离岸投资级美元债”为彭博巴克莱亚洲（日本除外）中国投资级美元债券指数、“中国离岸高收益美元债”为彭博巴克莱亚洲（日本除外）中国高收益美元债券指数、“黄金”为彭博黄金指数、“原油”为彭博西德州中间基原油指数；以上指数皆为美元计价；“中国离岸投资级美元债”及“中国离岸高收益美元债”。“十年年化回报”及“十年年化波动率”以总回报数据计算，代表2010年12月31日至2020年12月31日期间的表现。所有数据皆以百分比呈现。

认清拐点 把握投资主线

2021主要拐点

预期2021年全球流动性充裕，上半年风险偏好提升，企业盈利逐步回升；
下半年市场开始关注美联储货币政策的边际收紧

中国经济运行、社融及人民币贷款增速将呈先高后低，逐步向常态化回归。

预期2-3季度疫苗得到规模应用；
可能是全球经济环比增速最快的时期

美联储货币政策的边际收紧最早可能出现在2022年

1季度 2季度 3季度 4季度

基准情况下，2季度美国通胀可能会出现明显回升，虽然不足以触发加息，但可能会影响美联储资产负债表的扩张力度和节奏，但美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021年中期

2021年投资主线

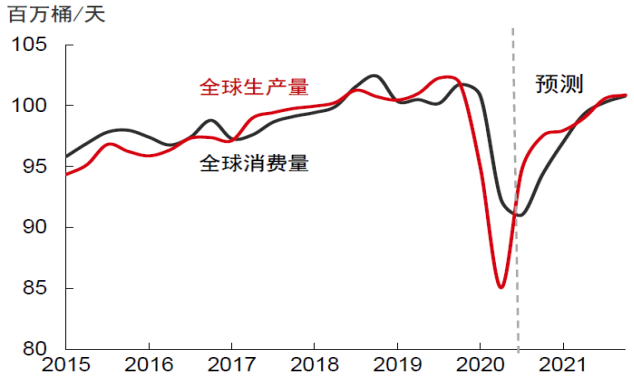
- ✓ 经济复苏有利顺周期商品，预期工业金属上半年走势强劲；原油跟随经济复苏震荡上行
- ✓ 风险资产或呈先高后震荡趋势
- ✓ 美元继续走弱，关注新兴市场非美元资产
- ✓ 风险偏好抬升下利淡债市

资料来源：中信证券

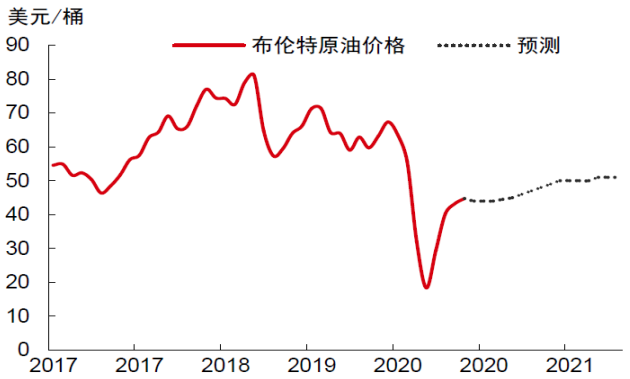
大宗相对受益于经济全面复苏与通胀预期回升

- 从基本面的角度，预计2021年中期全球经济“共振”复苏，同时通胀相较2020年明显回升，利好大宗商品价格，大宗商品价格向上的弹性取决于全球经济复苏的斜率。当前欧美疫情再次蔓延，预计2021年初全球总需求仍会受到一定抑制；不过，假设2021年Q2-Q3疫苗得到规模应用之后，全球经济复苏有望出现“共振”，届时大宗商品的需求可能迎来一轮上涨。当然，长期来看，结构性因素导致全球需求总体依然偏弱，这可能制约大宗价格上涨的持续性。分品种来看，2021年工业金属和原油的表现可能会相对好于贵金属。

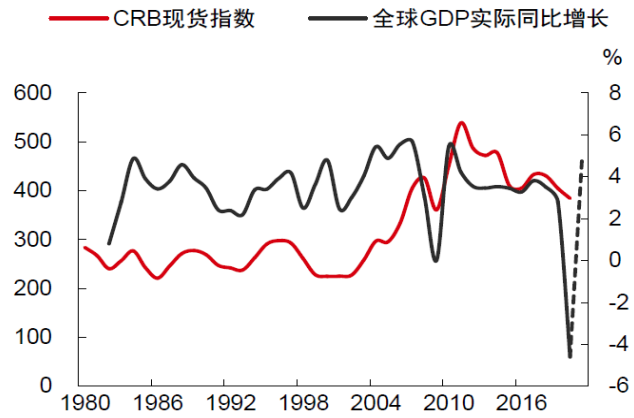
原油供给与需求将逐步正常化，且趋于平衡



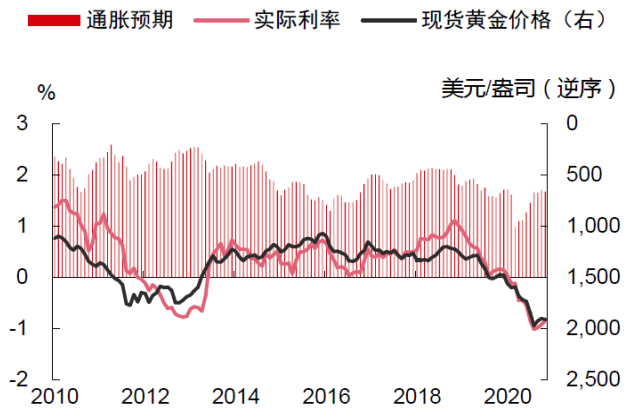
预计2021年油价中枢可能会上行至55-60美元



大宗商品价格走势与全球经济增长



黄金价格与实际利率、通胀预期走势



资料来源：彭博、中信证券

美元指数中期趋势走弱的概率较大

- 欧美新一轮疫情爆发和经济的再次封锁意味着短期需求复苏较弱，市场避险需求仍会存在。随着美国新一轮财政刺激落地，风险偏好回暖，美元可能面临一定的下行压力。后续随着美国基本面情况的逐渐好转，经济缓慢复苏或将给美元提供支撑。

- 中期来看，未来1-2 年美国经济及对外贸易关系的修复尚需时日，美联储大概率将维持相对欧日央行更宽松的货币政策，大规模“财政货币化”趋向决定了美元供给充裕，这些因素可能有损美元做为国际储备货币的地位。随着疫苗广泛有效的普及应用，2021年Q2-Q3 全球经济很可能出现需求“共振”复苏，届时风险偏好有望大幅回升，推动资金涌入非美货币等风险资产。

- 2021年开年以来，人民币汇率也的确延续了去年四季度起的较强趋势，美元兑人民币汇率中间价由去年末的6.54进一步升值约1个百分点至6.476。往后展望，从边际影响因素观察，我们认为还有两个因素会进一步加强这一趋势在近期的演化。一是在民主党“横扫两院”下，美元指数在未来一个季度的走弱幅度有望超出此前预期，带动人民币兑美元汇率升值。二是需关注春节前的结售汇因素变化，我们预计近期出口企业结汇需求加大可能带动人民币需求上升，推升人民币汇率升值，人民币有望在上半年继续走强至6.2-6.3。美元指数将跌破85，但中长期进入贬值阶段。

美国和德国2年期国债收益率利差



美国和中国2年期国债收益率利差



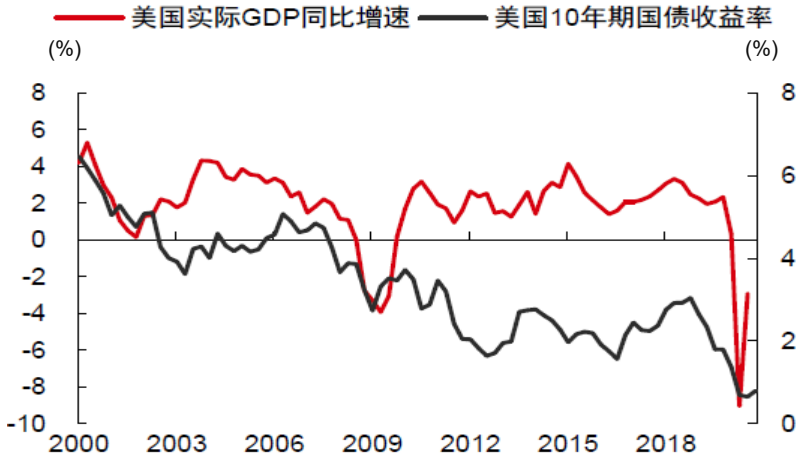
资料来源：彭博、中信证券

债券收益率曲线陡峭化，但整体上行空间有限

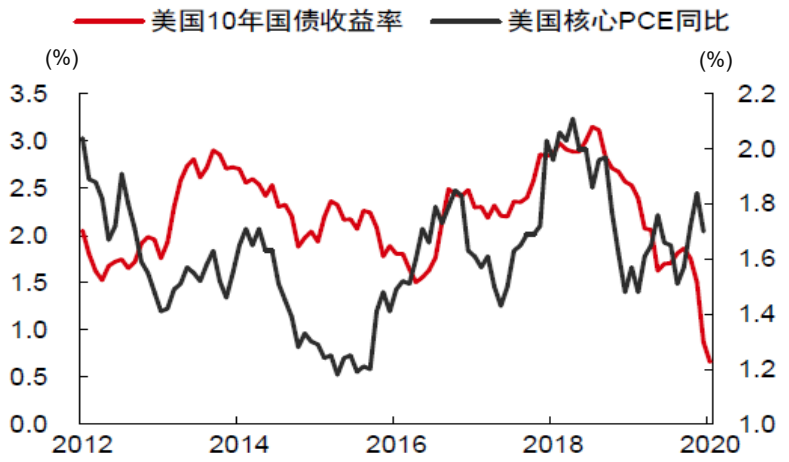
- 未来银行间流动性将继续保持充裕，预计短端利率将维持低位。2020年以来，美联储向银行间市场提供了大量的超额流动性，从银行间回购额度和隔夜回购利率来看，银行间的流动性在经济恢复到正常水平之前都将会保持充裕的状态，这也意味着短端利率将继续保持在较低水平。长端利率更多受到经济修复和通胀预期的影响。2021年如果疫苗有效普及，全球经济有望出现比较明显的修复，同时通胀也会温和上行，从而推动长端利率上行，进而带动整个美债收益率曲线陡峭化。

- 首先，从全球经济和通胀中期的恢复程度来看，整体内生性增长动能依然偏弱，这会制约利率的过快上行。其次，美联储虽然采取负利率的可能性较小，但2021年大概率会将基准利率维持在0附近，且在通胀和就业都没有回到美联储目标水平之前，宽松的政策预计将会持续较长时间。最后，考虑到美国政府债务杠杆率较高，利率上行过快不利于政府债务的化解，美联储也可能会通过收益率曲线控制的办法将长端利率控制在低位。因此，我们预计美债利率总体上行的空间有限。此外，结合拜登的施政纲领，民主党“横扫”国会意味着更大规模的财政刺激计划成为可能，有利于“再通胀预期”继续演绎；同时加税预期升温，但推行时点靠后，由此可能会加速美股风格由成长转向价值，美债压力较大，走势将继续陡峭化；美元中期走弱。预计2021年10年期美债收益率运行区间将在1.0-1.5%。

美国10年期国债收益率与经济增长走势



美国10年期国债收益率与核心通胀走势



中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：彭博、中信证券

风险资产震荡走高，关注非美资产

- 2021年新冠疫苗大规模应用的进展决定了全球经济走向全面复苏的时点和斜率。在去年入冬之后，新冠病毒传播能力增加，海外疫情反弹叠加美国纾困救助计划推进受阻，市场观望情绪增加。
- 但预期在新冠疫苗在2021年Q2-Q3逐步普及的基准假设下，我们预计2021年全球经济将由不均衡复苏向全面复苏推进，主要发达国家需求很可能出现“共振”复苏，预计2021年Q2-Q3可能是全球经济环比增速最快的时期。不过，这一需求复苏是相对于2020年经济低点的修复。
- 随着全球经济进入全面复苏，以及通胀的温和回升，预计2021年中期经济增长、通胀的明显回升将有利于整体盈利的修复，同时也有利于市场风险偏好整体向上。
- 基准情境下2021年底全球经济预计修复至2019年时的水平 (低于疫情前经济增长趋势值水平)。欧美央行货币宽松政策尚难言彻底退出或转向，这将助推“再通胀”预期升温。预计美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021 年中期，货币政策的边际收紧最早可能出现在2022年。在此背景下，我们看好大宗及权益类资产。预计2021 年上半年全球大宗商品价格涨速较快，未来3 年中枢价格依然将持续上行。按照年度均价，预计价格涨幅由高到低依次为：农产品、原油、基本金属、贵金属、动力煤。全球经济的“共振”复苏有利美元下行，非美资产受益。

资料来源：中信证券

2021年产品投资建议

股票	商品	债券
看好港、美及A股：重点关注顺周期、消费及政策催化主题	**宏观经济转强及美元指数转弱支持大宗商品**	**经济修复背景下推荐高收益美元债**
踏入2021年，中欧投资协定落地，中美博弈处于真空期。欧美疫情严峻，疫苗接种进度缓慢，政策依赖度高，欧美政策宽松的预期将强化。国内一季度基本面持续向好，内外宏观流动性依然宽松，中美博弈预计在2021年整体缓和，预计整体利好上半年权益类资产表现。	**原油**：2021年油市基本面平衡仍需依赖供应端减产。**铜**：受惠工业品需求回暖。**白銀**：全球经济回暖下的工业属性对银价有明显支撑。**黄金**：2021年将是通胀推升金价上行的关键时期。按照年度均价，**预计2021年价格涨幅由高到低依次为：**原油、基本金属、贵金属。	风险资产将收益于全球经济复苏，同时高收益中资美元债相比美国高收益企业债、新兴市场高收益企业债及中国境内信用债仍存在溢价。低息环境下，高收益资产将受到追逐。同时，在信用分化加剧的背景下，全年债券投资应以驾驭风险为第一要务，避免信用下沉。

资料来源：中信证券



战术及策略性资产配置建议

战术性部署 (Tactical Allocation) [未来三个月]

资产类别		++	+	0	-	--
股票	美国 ↑		√			
	欧元区 ↑		√			
	日本 ↑		√			
	新兴市场		√			
	中国A股		√			
	中国港股		√			
固收	美国国债 ↓				√	
	投资级美企债 ↓				√	
	高收益美企债 ↑			√		
	新兴市场美元债			√		
	投资级中资美元债 ↓				√	
	高收益中资美元债		√			
商品	銅		√			
	贵金属			√		
	原油 ↑		√			

策略性部署 (Strategic Allocation) [未来一年]

资产类别		++	+	0	-	--
股票	美国		√			
	欧元区		√			
	日本		√			
	新兴市场		√			
	中国A股		√			
	中国港股		√			
固收	美国国债 ↓				√	
	投资级美企债 ↓				√	
	高收益美企债			√		
	新兴市场美元债 ↓			√		
	投资级中资美元债			√		
	高收益中资美元债 ↓			√		
商品	銅		√			
	贵金属		√			
	原油		√			

资料来源：中信证券　　注；与上季比较上调↑或下调↓评级；紅色代表未來一年看法較未來三個月正面；藍色代表未來一年看法較未來三個月負面



宏 观 经 济

回顾2020年：中国在疫情特殊时期的特殊应对举措取得了举世瞩目的巨大成功

- 回顾疫情之前，2017年全球经济增长实现欧债危机以来最高增速3.3%，此后经济内生增长动能逐步趋缓。2020年新冠疫情的爆发不仅加速了经济放缓的进程，而且对各国经济也造成了长期结构性的负面损伤，失业人口攀升、储蓄率中枢抬升、债务规模扩大对终端需求的抑制意味着全球经济在疫情之后的修复之路很难一蹴而就。

中国

回顾2020年，中国全力应对新冠肺炎疫情的巨大冲击和国内外复杂严峻的环境，2020年Q1-Q3的GDP单季增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，上半年和前三个季度累计增速分别为-1.6%和0.7%，到三季度中国就已经扭转了上半年经济负增长的局面，实现了累计增速的同比转正。中国采取特殊时期特殊举措，最先控制住疫情，最先复工复产，实现了经济逐月逐季向好的较快恢复。在各种突发冲击和不利环境下，中国仍然成功实现了现行标准下农村贫困人口全面脱贫，预计GDP将超过100万亿。

美国

2020年美国经济呈现“需求强，生产弱”的特点。从需求端来看，由于美国采取了大规模的财政刺激政策保护了居民收入，居民商品需求已经接近疫情前的高点水平，而服务相关需求整体回升速度相对偏慢。同样，美国国内的生产端受到经济封锁和社交隔离的显著抑制，工业生产同比增速的修复程度显著弱于需求的回升。这也体现了疫情对经济供需两端的冲击与传统的经济危机不同，疫情导致的经济封锁对生产的冲击更大，而在美国政府大力度的财政补贴下形成了较大的供需缺口。在生产受到显著抑制的情况下，需求的回升难以拉动国内经济，只会通过被动增加进口、扩大贸易逆差的方式来对冲美国国内的供需缺口。而这种生产能力的不足主要是由疫情导致的，在疫情消退之前预计生产端很难恢复至正常水平，相应制约经济回升的力度。预计2020年全年美国GDP同比下滑超过3%。

欧盟

我们预计欧元区经济将在2020年四季度出现明显的下滑 (2020年经济同比增速呈底部逐步抬升“W”型)，欧元区经济在所有的发达经济体中表现相对更差。从疫情的严重程度来看，欧洲的感染率和死亡率都偏高，近期又迎来了第二波疫情的爆发，新增确诊人数远高于此前3月份最严重时期，部分国家已经开始采取全国性的封锁措施，预计四季度欧元区经济受疫情冲击的程度将大于美国。2020年全年预计欧元区经济萎缩8%左右。

资料来源：中信证券

展望2021年：中国：经济回归“正常区间”海外：全球疫情与经济重启

中国

- 决胜之年后，中国将再展宏图。2021年开始，将实施“十四五”规划以及2035年远景规划，开启建设社会主义现代化国家新征程。对于中国而言，是一个崭新的阶段。
- 未来五年，将呈现六大趋势性变化。(1) 初步形成“双循环”的新格局；(2) 通过五位一体的要素市场改革，加快释放新的经济增长潜力；(3) 形成高级化的现代产业体系；(4) 城市群将承载更多的人口和经济总量；(5) 形成全球最大最活跃的消费市场；(6) 形成更高水平的开放格局。
- 2021年中国经济将回到正常运行轨道。预计2021年中国经济增长将达到8.9%，如果剔除基数因素，“过高”的增速大致回到疫情前的水平。
- 预计2020年为应对疫情出台的临时性、阶段性的特别举措可能将在2021年适度退出，包括赤字率下调、不再发行特别国债等，货币政策可能回到中性“相机抉择”的状态。
- 如果说2020年中国经济是全球唯一实现正增长的主要经济体，那么，2021年中国经济可能是增速最高的主要经济体之一，发挥着全球经济恢复“发动机”的作用，新冠疫情期间中国经济增量对全球的贡献比例甚至超过2008年全球金融危机时期。

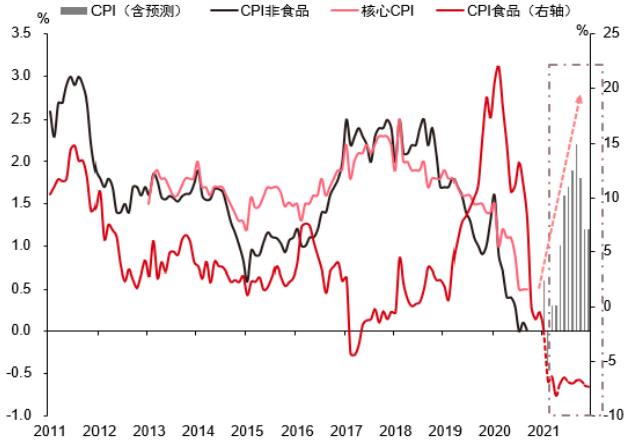
海外

- 基准假设下，预计2021年Q2-Q3 新冠疫苗大规模应用将助推全球经济快速修复至2019年水平，主要发达国家需求很可能出现“共振”复苏。而美欧“财政货币化”趋势仍将维持，货币宽松拐点尚未到来。
- 在新冠疫苗2021年Q2-Q3逐步普及的基准假设下，我们预计2021年全球经济将由不均衡复苏向全面复苏推进，主要发达国家需求很可能出现“共振”复苏，预计2021年Q2-Q3可能是全球经济环比增速最快的时期。
- 从季度增速来看，预计2021年全球经济将延续自2020年Q2同比增速逐季抬升的“V 型”走势，2021年Q3比增速接近转正。预计2021年欧美经济体通胀温和回升。美国PCE物价同比预计将在2021年Q2阶段性超过2%，但全年PCE物价区间1.3%-1.7%；预计核心PCE 物价涨幅为1.5%。
- 结合拜登的施政纲领，民主党“横扫”国会意味着更大规模的财政刺激计划成为可能，有利于“再通胀预期”继续演绎。预计美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021年中期，货币政策的边际收紧最早可能出现在2022年。
- 预计欧央行2021年PEPP的购买规模将提升至1.5万亿欧元左右，并延长资产购买期限至2021年12月。

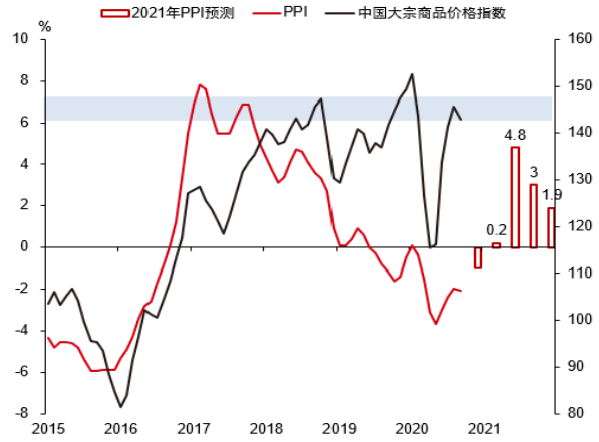
资料来源：中信证券

中国：“通缩假象”；后续场景回归将带动可选消费修复加速

预计2021年猪价将加速下行，拖累CPI食品价格，导致CPI均值在1.1%左右



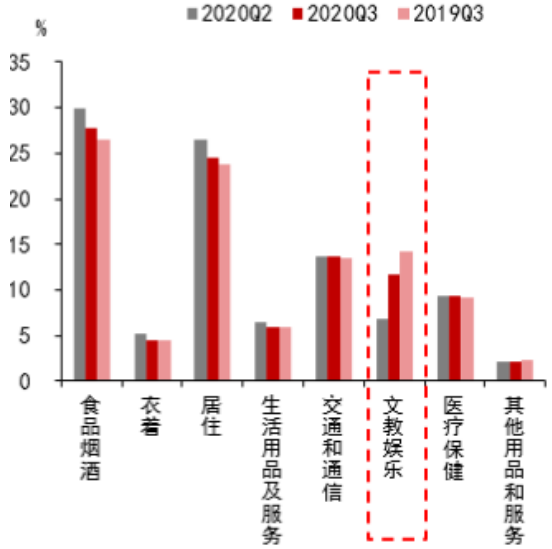
预计2021年1季度PPI回升至0以上，高点出现在2季度，全年均值2.4%左右



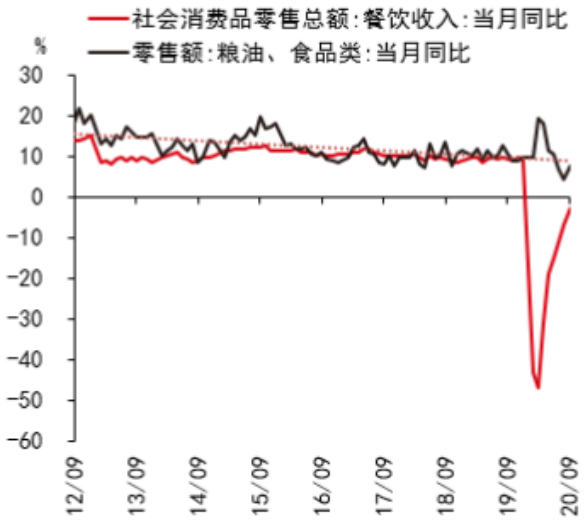
- 考虑到居民收入和就业压力的改善，非食品价格将持续上涨，核心CPI也会出现显著回升，更能代表居民部门需求的恢复。
- 疫苗出台预期加强，全球周期性回暖可能性增大，大宗商品价格还有向上突破空间。

- 疫情期间必选消费 (食品粮油) 表现亮眼，可选消费恢复程度与商品的疫情相关度一致，总体上仍有接近一半的类别还未回到去年同期水平。总体上看消费的下滑主要是因为疫情带来的消费场景缺失。
- 下一阶段伴随消费场景回归，消费的修复将呈现必选增长放缓，可选修复加速的情况。
- 汽车、通讯器材的消费增长有望开始新的周期。

居民服务性支出将继续提高



粮油食品等必选消费将回归历史增长水平

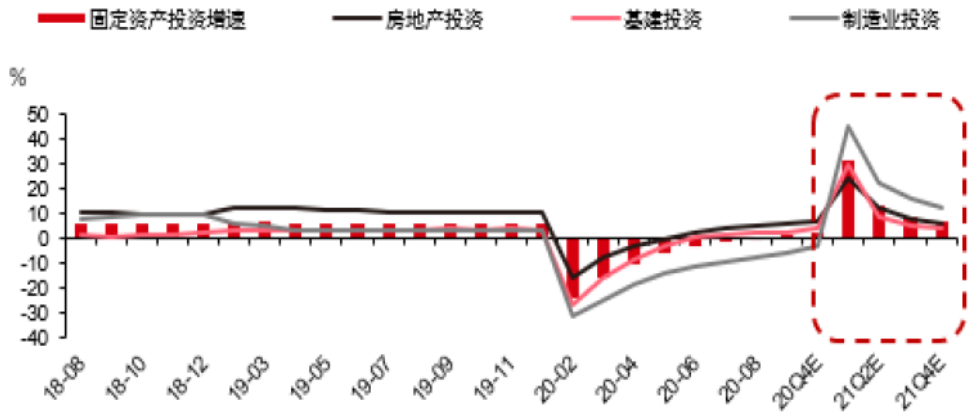


资料来源：Wind、中信证券

中国：固定资产投资增长动力切换，制造业投资内生修复

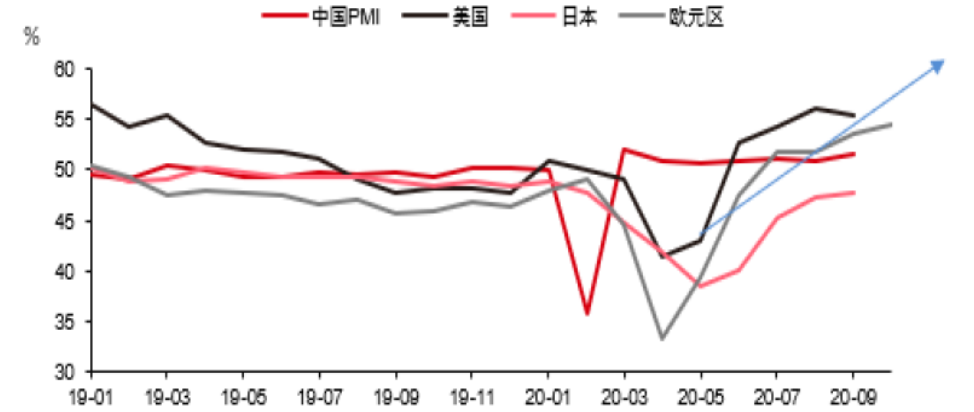
- 固定资产投资的增长动力，将由2020年的“房地产>基建制>造业”，切换为2021年的“制造业>房地产>基建”
- 考虑到基数因素影响，我们预计2021年固定资产投资增速将为6.3%
- 从景气指数来看，中国制造业PMI 持续位于荣枯线上，且进入三季度以来景气面不断扩大，这一趋势有望延续至2021年
- 进入2020年三季度以来装备制造业和原材料制造业利润快速增长，制造业盈利状况稳定、向好，相关企业将逐彪恢复投资活动
- 在内生增长动力和基数效应的作用下，2021年制造业投资增速或达双位数高增长

预计2021年经济增长动力切换，制造业将加大投资力度



资料来源：Wind、方框为中信证券预测

全球经济复苏，各国制造业景气程度持续扩大

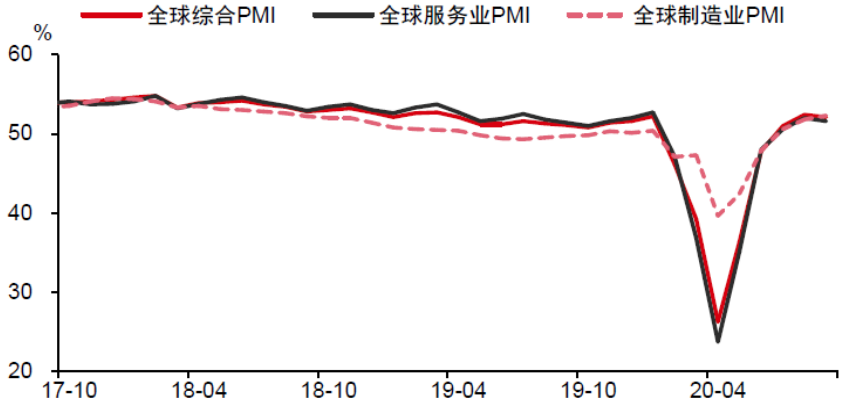


资料来源：Wind、中信证券

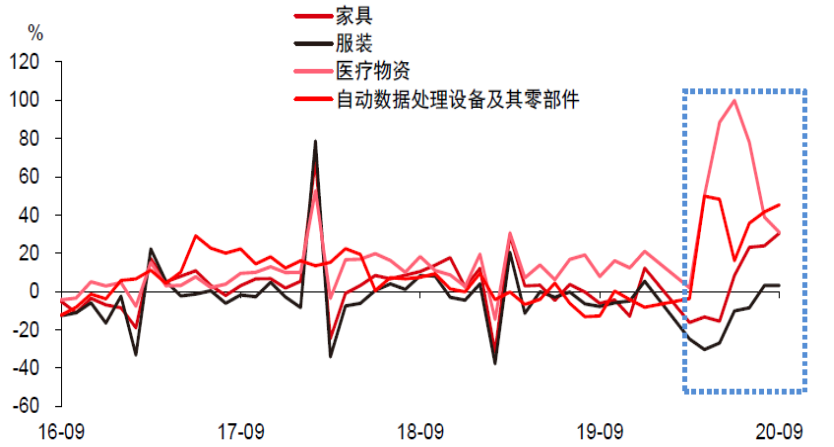
中国：外需共振支撑韧性，进出口仍将稳定增长

- 2021年的进出口贸易形势主要被四个关键变量影响：
  - 全球总需求复苏的程度
  - 人民币升值对出口的影响
  - 疫情期间中国出口份额的提升能否持续
  - 中美贸易协议的实施和可能变化
- 总体上，疫苗研发顺利条件下的全球复苏将是支撑出口的核心力量，预计2021年进出口仍然能维持5-10%的正增长，货物贸易顺差对GDP的贡献与2020年相比差异不大。

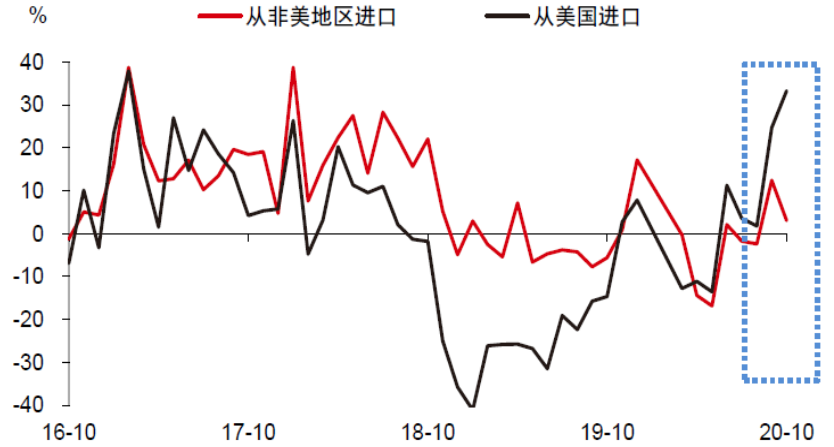
最新读数已经显着高于2019年水平，全球工业需求已经有所回升



四类出口商品的走势对比



中国对美进口增速持续高于非美地区进口



资料来源：Wind、中信证券

中国：财政政策从超强力度逐步回归“常态”

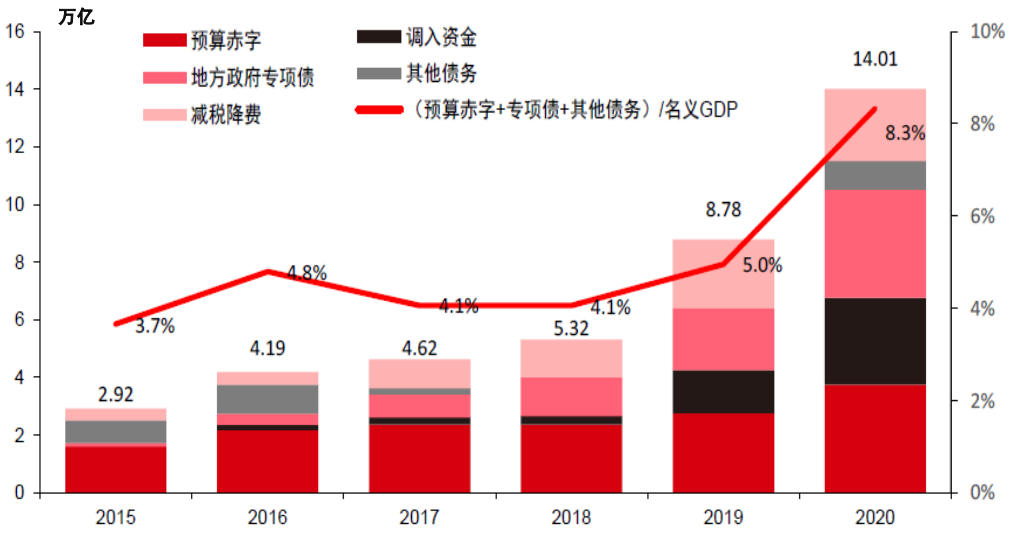
- 经济回归疫前水平，政策也自然回归“常态”，“常态”是指对显性的债务控制——预算赤字即国债和地方政府一般债、地方政府专项债、其他债务即专项建设债和特别国债，三种债务总和与名义GDP相比计算出来的显性债务率。
- 2020年超强力度的财政促使显性债务率比率显著提升3.2个百分点。展望2021年，经济逐步向好的背景下预计财政政策将回归“常态”，我们认为，政策回归常态应主要指显性债务率维持在疫前的范围内，而并非指具体的财政政策工具本身，预计显性债务率回归到5-6.5%。

对政府债务预测

根据我们的预测，如果按照2021年显性债务率回归到5%-6.5%左右，预计有5.7-7.3万亿的显性债务。这其中，如果预计赤字率回归到3%左右 (对应赤字规模为3.4万亿)，则地方政府专项债加其他债务的总额度为2.3-3.9万亿。

资料来源：中信证券

从2016-19年显性债务率*均保持在4%-5%的区间

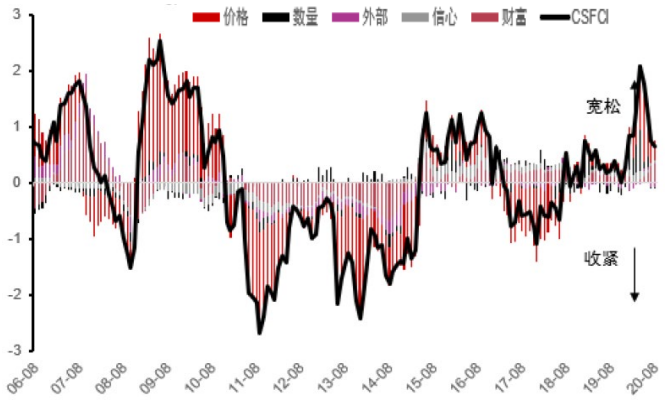


资料来源：Wind、中信证券 * (预算赤字+专项债+其他债务)/名义GDP

中国：货币政策从“非常应对”转向“再平衡”

- 根据我们的中信证券金融条件指数 (CSFCI)，现阶段整体宏观流动性仍然处于宽松象限，但较在4月所达到的本轮宽松最高水平已有较明显回落。
- 在经济复苏结构仍然不均、短板部门仍需要持续“宽信用”的状况下，我们预计整体流动性回落渐缓，但还将持续回归中性。

整体金融条件状况开始触顶回落，但宽松状况仍高于去年大部分时间^

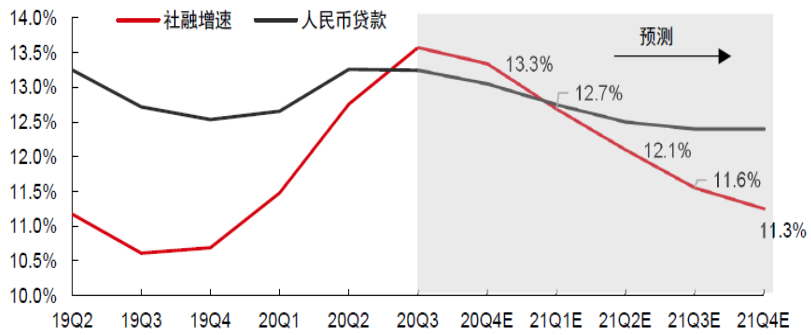


本轮的信贷支持已明显高于2013年和2017年两轮短周期，预示将对未来9个月的经济增长形成支撑



- 央行副行长刘国强：“不能出现‘政策悬崖’”
- 央行货政司司长孙国峰：“下阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点”
- 我们认为“防风险”的重心也将逐步回到原有对风险的评估体系当中，货币政策将从2020年以来的“非常应对”转向“再平衡”，2021年一季度末前后是重要的政策观察窗口。
- 货币政策回归常态化后，我们预计社融增速在2021年将较2020年末回落2个百分点左右，但在政策工具层面，2021年提升准备金率等政策工具的收紧可能性也较低。

未来四个季度的社融及人民币贷款增速预测



中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：Wind、中信证券　　注：^0值为过去17年间的指数平均水平，读数高于0 则说明现阶段金融条件宽松于过去17年的平均水平

中国：经济将恢复至正常水平

- 以2020-21两年平均增速的视角审视2021年的经济运行，中国将持续担当全球经济恢复的“领航者”，展望2021年的四个季度，经济运行将逐步向常态化回归。
- 预计消费和制造业投资将成为2021年需求侧的主要推动力。
- 受基数影响，我们预计2021年全年GDP增速在8.9%左右，对应两年平均的实际GDP增速在5.4%左右。

主要宏观经济指标预测 (%)

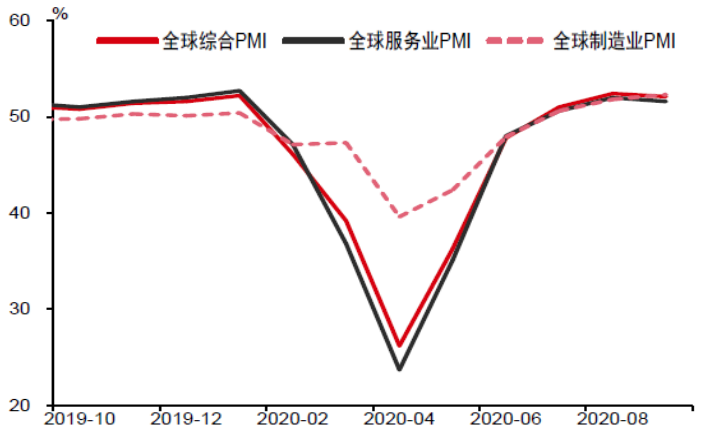
指标	单位	2018	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	20Q4E	FY20E	21Q1E	21Q2E	21Q3E	21Q4E	FY21E
实际 GDP	同比	6.6	6.1	-6.8	3.2	4.9	5.5	2.1	19.5	7.9	5.5	5.3	8.9
工业增加值	同比	6.2	5.7	-8.4	4.4	5.8	6.0	2.3	20.4	5.6	4.2	4.0	7.7
社会消费品零售总额	同比	9.0	8.0	-19.0	-3.9	0.9	6.0	-4.0	39.4	16.5	13.5	6.7	17.3
名义固定资产投资	同比	5.9	5.4	-16.1	3.6	7.1	6.5	2.4	31.2	5.8	0.9	1.3	6.3
房地产	同比	9.5	9.9	-7.7	8.0	11.9	9.0	6.5	24.0	5.1	0.4	2.7	6.1
基建	同比	1.8	3.3	-16.4	8.1	6.4	6.0	3.5	29.3	0.0	-0.3	0.1	3.4
制造业	同比	9.5	3.1	-25.2	-5.0	1.6	3.0	-3.8	44.6	13.8	5.4	4.0	11.8
出口（以美元计）	同比	9.9	0.5	-13.3	0.1	8.8	10.0	2.1	20.0	8.0	3.0	4.0	7.7
进口（以美元计）	同比	15.8	-2.7	-2.9	-9.7	3.2	5.0	-1.0	12.0	20.0	5.0	3.0	9.0
贸易差额（以美元计）	亿美元	3509	4211	131	1547	1583	1667	4928	530	1111	1519	1791	4951
汇率（美元兑人民币中间价，期末值）	RMB/USD	6.86	6.98	7.09	7.08	6.81	6.60	6.60	6.65	6.40	6.40	6.50	6.50
CPI	同比	2.1	2.9	5.0	2.7	2.3	1.0	2.7	0.1	1.0	1.9	1.4	1.1
PPI	同比	3.5	-0.3	-0.6	-3.3	-2.2	-1.8	-2	0.2	4.8	3.0	1.6	2.4
人民币贷款	万亿元	16.2	16.8	7.1	5.0	4.2	3.4	19.7	7.4	5.2	4.4	3.6	20.6
新增社融	万亿元	21.1	24.3	10.9	9.8	8.8	4.8	34.2	10.7	9.2	7.8	4.6	32.3
社融存量同比	同比	10.3	10.7	11.5	12.8	13.5	13.3	13.3	12.7	12.1	11.6	11.3	11.3
M2	同比	8.1	8.7	10.1	11.1	10.9	10.9	10.9	9.8	9.4	9.3	9.1	9.1

资料来源：Wind、中信证券

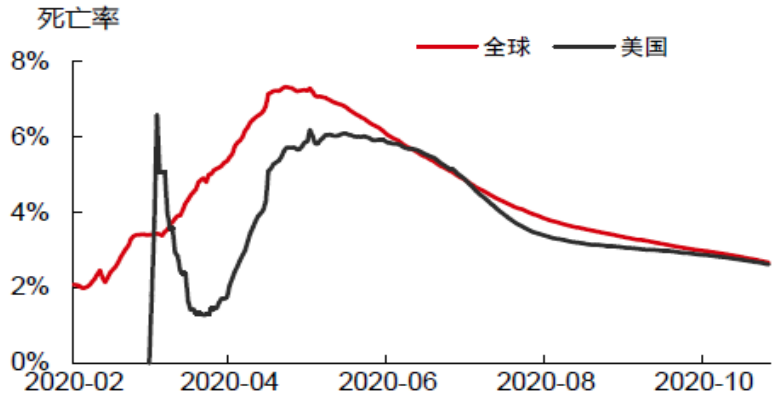
海外：疫情演变和疫苗推进对全球经济复苏的前景仍十分关键

- 进入秋冬以来，欧美主要国家均面临第三波疫情冲击，美、法、德等国每日新增确诊人数明显高过疫情初期。而从各国的防控数据来看，进入到10月，部份国家政府的疫情防控也重新开始收紧。
- 尽管未出现像中国一样的“V”型反弹，但全球主要经济体也在持续的修复过程中。
- 往后看，疫情演变和疫苗推进对全球经济复苏的前景仍十分关键
  - 新冠病毒的死亡率相比2020年初时有明显降低：2021年新冠病毒的负面影响将有所减弱；
  - 疫苗的研发进程正在加速推进：根据美国CDC公布的新冠疫苗接种计划，预计2021年二季度近半数美国民众可接种疫苗。

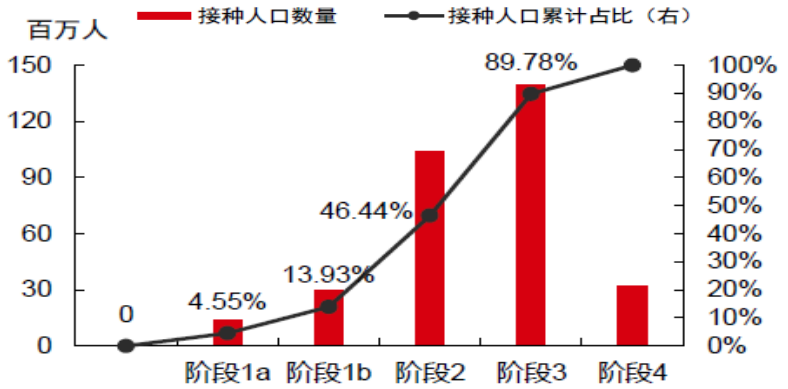
全球经济仍处于修复过程中



新冠病毒的死亡率不断降低疫



疫苗的研发进程正在加速推进



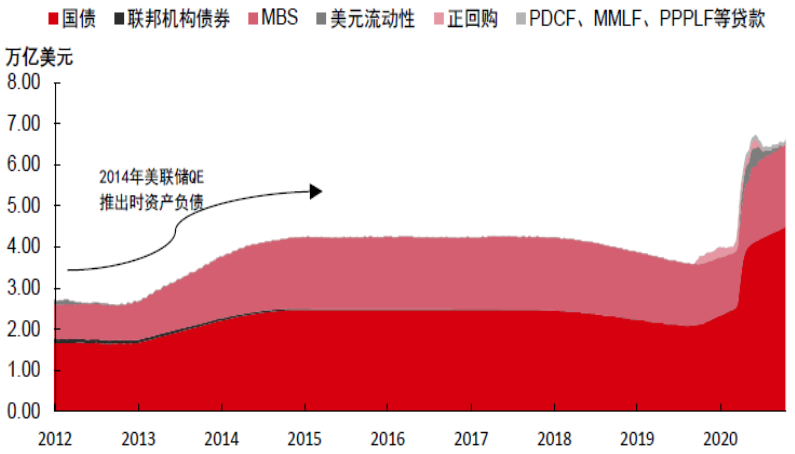
注：美国CDC的疫苗研发和接种计划总共分为四个阶段。市场普遍预期2020年年底或2021年年初会有疫苗通过第三阶段的临床试验并正式开始试用；从2021Q1开始针对危险人群和医疗工作者进行接种 (阶段1a和1b，18%人口)，最早要到2021年3月之后才会大规模量产和全范围接种，预计到2021年Q2末近一半美国人接种完毕 (阶段2，46%人口)。

资料来源：WHO、美国CDC、中信证券

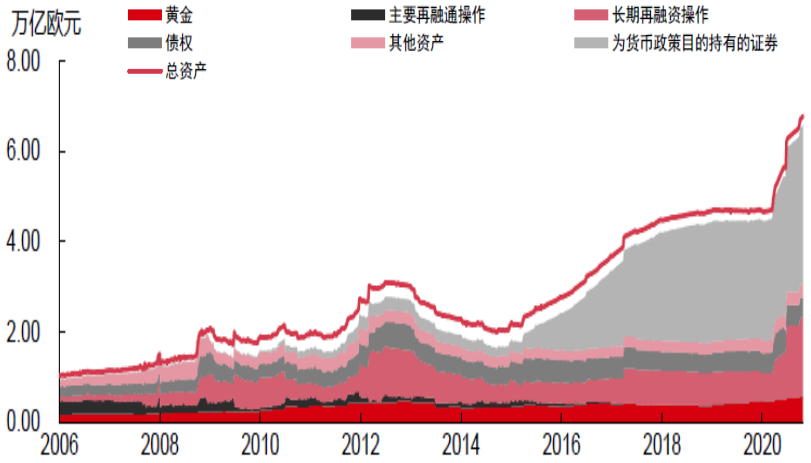
海外：疫情蔓延以来，全球财政与货币同步扩张对经济的修复起到了积极作用

- 为应对疫情冲击，全球主要经济体在2020年均采取了积极的货币与财政政策
- 美联储和欧央行自2020年3月起分别扩张了3万美元及2万欧元左右的规模，扩表速率前所未有
- 全球主要经济体的财政刺激力度均明显加大，其中预计美、德、日、英的赤子占比重在2020年均将超过两位数

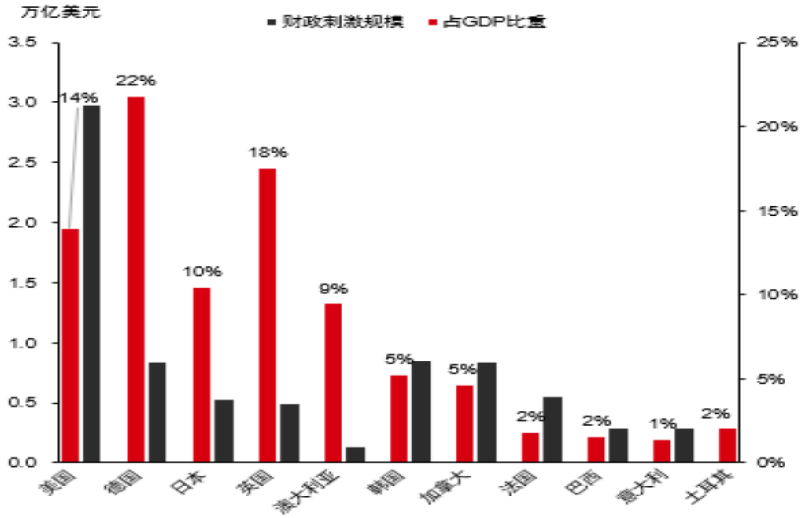
美联储资产负债表规模与结构变化



欧央行资产负债表规模与结构变化



各国财政刺激规模



中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：美联储、欧央行、Wind、彭博、中信证券

海外：2021年全球经济由不均衡复苏向全面复苏推进

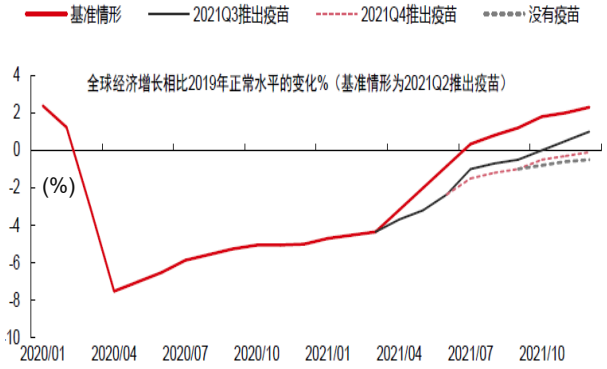
全球主要经济体实际GDP增速和CPI预测

预测	2020		2021				2019	2020E	2021E
	Q3	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E			
实际 GDP（环比折年率，%）									
美国	33.1	3.5	3.3	3.8	3.8	3.2	2.2	-3.8	3.5
欧元区	9.3	2.0	1.0	1.0	0.9	0.8	1.3	-8.0	5.5
日本	16.6	4.6	3.0	2.7	3.1	1.4	0.7	-5.6	2.5
CPI 同比（%）									
美国	0.0	0.3	1.4	2.6	2.0	2.0	1.8	1.2	1.9
欧元区	0.0	-0.1	0.3	0.8	1.2	1.2	1.2	0.3	1.0
日本	0.2	-0.6	-0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.0	0.2

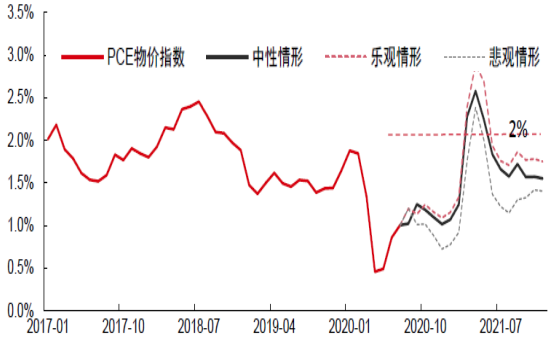
资料来源：彭博、中信证券

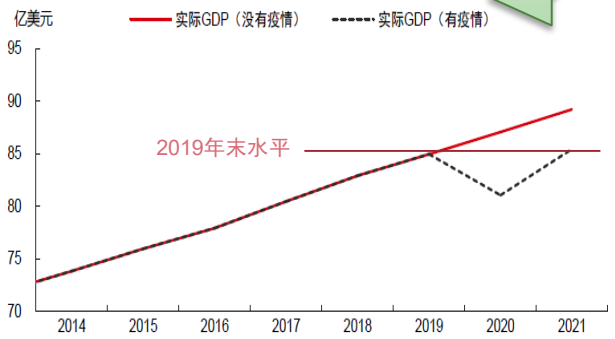
- 基准假设：新冠疫苗将在2021年Q2-Q3逐步推出并普及；主要国家货币和财政的宽松政策将继续维持
- 在此情形下，2021年全球经济预计将由不均衡复苏和全面复苏推进：
  - **经济总量：**2021年主要经济体经济将大体恢复至2019年末附近，预计全年增速将超过5%；
  - **经济恢复节奏：**预计2021年O2-Q3可能是全球经济环比最快速的时期，疫苗推出时点不同将影响经济恢复的节奏；
  - **通胀水平：**经济复苏将带动通胀温和回升，预计美国PCE物价指数到2021年Q2将会阶段性超过2%，全年中枢在1.3-1.7%。

不同疫苗推出情形下的经济增长



经济复苏将带动通胀温和回升





资料来源：彭博、中信证券

海外：未来“财政货币化”趋势依然会维持一段时间

- 自疫情爆发以来，G20各国实施了数轮财政刺激计划，目前总计刺激规模接近5万亿美元 (不含中国)，其中，美国、德国、日本、英国等刺激规模都在GDP的10%以上，2020年全年美日欧的财政赤字很可能达到历史新高。在主要国家传统经济刺激政策空间有限背景下，预计未来“财政货币化”趋势依然会维持一段时间，以帮助经济回归到正常水平。

民主党“横扫”国会

- 短期来看，民主党“横扫”国会的现实意义在于拜登政策推行的阻力明显减小。拜登短期抗疫及相关财政刺激政策将更快推行，预计未来拜登可能将个人直接救助金由每人600美元提高至2,000美元，抗疫相关的财政刺激规模将由之前约9,000亿美元提升至1.5 万亿美元左右。同时中期来看，拜登任期内的基建、新能源相关更大规模财政刺激计划推行的可能性上升。

- 中期来看，拜登任期内的基建、新能源相关更大规模财政刺激计划推行的可能性上升，意味着“统一政府”情形下的财政赤字率将明显提高，我们预计明年美国财政赤字率仍将高达8.6%，显著高于历史均值水平。财政货币化的趋势强化将有利“再通胀预期”继续演绎。

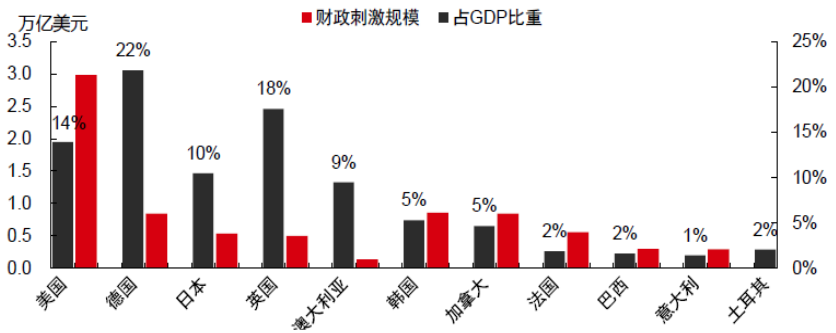
- 在此情形下，拜登对企业和高收入人群的加税措施的概率有所上升，但并非拜登上台后的优先事项。考虑到美国当前的经济基本面受疫情影响仍大以及民主党可能仅以微弱优势赢得参议院控制权，拜登上台后2021年实质性推进企业加税的概率低，且加税仍是一个循序渐进的过程，预计短期负面冲击不大。

欧洲复苏基金有望2021年落地，财政赤字率将达5%

- 2020年中欧洲议会通过的欧洲复苏基金计划 (EU Recovery Fund) 总规模为7,500亿欧元。预计欧洲复苏基金可能通过发行共同担保债券来为其融资，以各国的税收作为信用背书。预计这些资金将主要支持欧洲的边缘国家，这次受疫情冲击严重的西班牙、意大利预计将分别获得850亿欧元和710亿欧元的无偿拨款 (赠款)。

- 由于该计划的资金将主要用于2021-22年的经济支持，因此，我们预计2021年复苏基金落地有望对欧元区、特别是受疫情冲击较严重的国家和地区经济带来明显提振。预计2020年和2021年欧元区财政赤字率将分别达9.6%和5%。

疫情爆发以来G20国家实施财政刺激规模及其占GDP比重



资料来源：彭博、中信证券；财政规模按2019年平均对美汇率中间价统一换算美元

海外：全球货币宽松趋势仍会持续，政策拐点尚未到来

- **美联储：2021年上半年QE可能加码，下半年关注政策边际变化。**展望2021年，我们认为有以下几点值得关注：

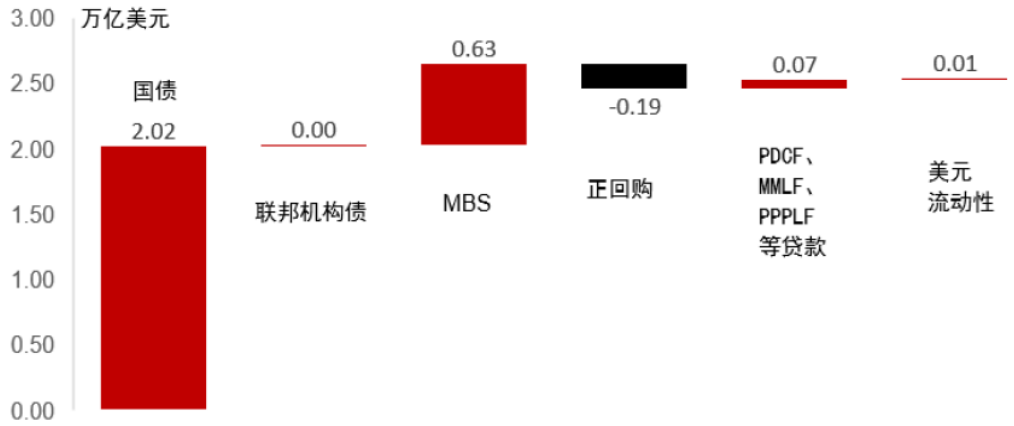
(1) 美联储采取负利率的概率低：美联储在考虑负利率政策时，需要非常谨慎的考虑负利率对美元作为全球信用货币地位的影响，以及可能对美国货币市场基金流动性的冲击。考虑到目前美联储仍有一些货币政策工具可以运用，短期实施负利率政策的概率不大。

(2) 美联储2021年尚不具备加息的条件：2021年很难看到通胀持续回升至2%以上，并且就业预计2021年也较难修复至疫情前的水平，因此，2021年美联储尚不具备实施加息的条件。

(3) 美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021年中期，货币政策的边际收紧最早可能出现在2022年。如果经济出现超预期下行，按照当前的计划，美联储依然可以在当前1,200亿美元每月的基础上灵活增加资产购买的规模。同时如果2021年年初新一轮大规模的财政刺激落地，也需要美联储进一步宽松以配合更多的国债发行需求。

(4) 美联储货币政策的边际变化可能出现在2021年下半年，但2021年全年应不会转向紧缩。基准情况下，2021年二季度通胀可能会出现明显回升，虽然不足以触发加息，但可能会影响美联储资产负债表的扩张力度和节奏。

3月以来美联储各项资产分项累计贡献

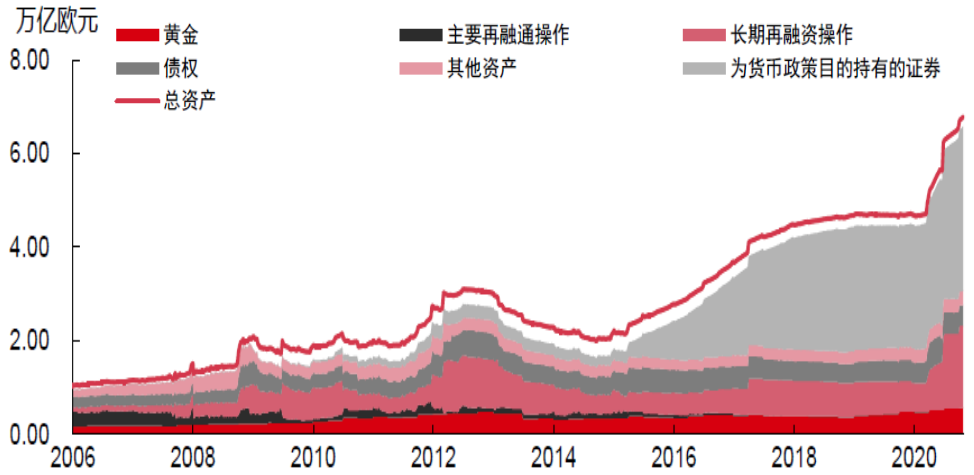


资料来源：彭博、中信证券

海外：全球货币宽松趋势仍会持续，政策拐点尚未到来

- **欧央行：预计2021年欧央行会谨慎降息，但将进一步加码QE。**
- 关于利率：欧央行会谨慎下调。从欧央行自疫情爆发以来的表态来看，下调基准利率并不是欧央行会优先选择的宽松举措。由于负利率对于金融体系的负面冲击较大，再度降息的传导效果也在打折扣，欧央行对于降低基准利率非常谨慎。
- 关于资产购买：预计欧央行2021年会进一步加大QE力度，可能通过增加规模和延长期限两种方式进行。鉴于2020年四季度欧洲二次疫情爆发，欧元区经济有超预期下行的风险，预计欧央行很可能在年底12月份的议息会议上进一步加大购债力度，2021年PEPP的购买规模预计将提升至1.5万亿欧元左右，同时将该资产购买的期限从目前的2021年6月延长至2021年12月。
- OMT (授权欧央行无限量购买债务风险的国家发行的国债) 短期实施的可能性不大：由于OMT是为应对危机而设计的，它的使用需要走EMS的流程，相对流程较为复杂，短期实施的可能性不大。但也不排除在出现局部国家债务风险的情况下，欧央行通过OMT 去购买这些国家的国债以稳定市场。

欧央行资产负债表规模与结构变化



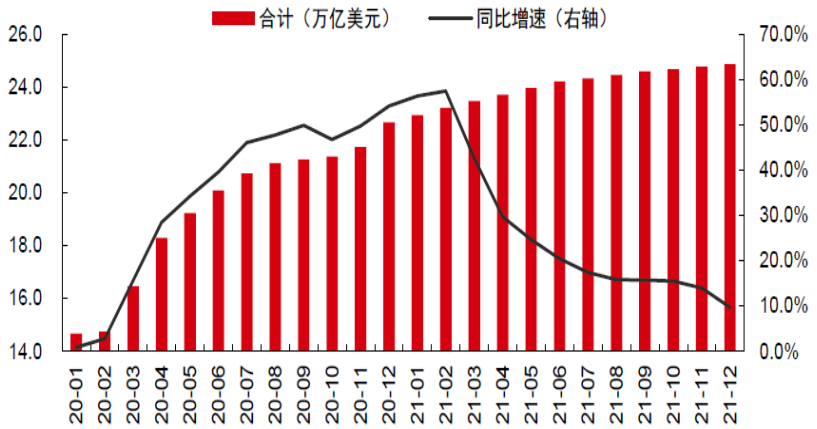
资料来源：彭博、中信证券

海外：全球流动性宽松继续，欧美进入新一轮财政刺激阶段

- 全球流动性宽松继续，欧美进入新一轮财政刺激阶段展望2021年，虽然各国疫苗取得新进展，全球新冠疫情仍是复苏的巨大挑战，全球宽松的流动性很难改变。

- 根据上述判断，我们预测截至2021年底，美日欧三大央行的总资产规模将扩大至25万亿美元，较2020年三季度末 (实际) 和2020年底 (预测) 分别上升3.6万亿和2.2万亿美元左右。虽然整体增量规模要明显小于2020年预计的8万亿美元，但仍显著高于2019年的2,000亿美元，因此预计2021年整体流动性持续充裕。分季度看，我们测算1-4 季度扩表规模分别为8,100/7,300/3,900/2,600 亿美元。

2021年美日欧三大央行扩表规模预计达2.2 万亿美元



资料来源：Wind、中信证券；注：2020年10月起为预测数据

美日欧三大央行季度扩表规模详细测算

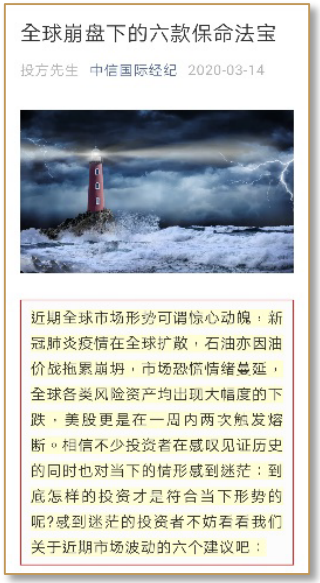
	2020Q3A	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
三大央行合计扩表规模	11600	14100	8100	7300	3900	2600
美联储	-262	3600	3600	3600	1200	600
欧洲央行	6547	8400	2600	2100	1000	300
日本央行	5294	2100	1900	1600	1700	1700

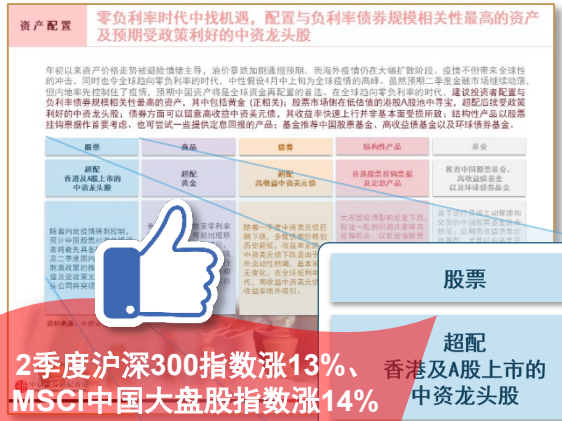
资料来源：Wind、中信证券；注：2020年四乎度起为预测数据



股 票

2020年股票市场突出推荐


全球崩盘下的六款保命法宝
投方先生 中信国际经纪 2020-03-14
近期全球市场形势可谓惊心动魄：新冠肺炎疫情在全球扩散，石油亦因油价战拖累崩坍，市场恐慌情绪蔓延，全球各类风险资产均出现大幅度的下跌，美股更是在一周内两次触发熔断。相信不少投资者在感叹见证历史的同时也对当下的情形感到迷茫：到底怎样的投资才是符合当下形势的呢？感到迷茫的投资者不妨看看我们关于近期市场波动的六个建议吧：


资产配置 零负利率时代中找机遇，配置与负利率债券规模相关性最高的资产及预期受政策利好的中资龙头股

2季度沪深300指数涨13%、MSCI中国大盘股指数涨14%

股票

超配
香港及A股上市的中资龙头股

随着内地疫情得到控制，预计中国股票对海外投资者将最先具备吸引力，以及二季度国内一揽子经济刺激政策的推出，具备价值及受政策支持的内地龙头公司将突现韧性。


资产配置 “不确定”中寻找“确定”的资产配置

3季度沪深300指数涨10%、恒生科指涨11%、MSCI中国可选消费指数涨19%

股票

超配
A股及港股中资科技、可选消费、新旧基建龙头

宽松的宏观流动性向股市传导，经济回暖、估值较低、货币升值提升3大因素将共同驱动中港股市。预计随着中国对疫情相对海外更好管控、美元逐步平稳，国际投资者将再次增配估值有明显吸引力的中国资产。中概股加速回归香港及大型新经济股染蓝料成亮点。


1 抗疫精选股票

自2月中下旬开始，新冠肺炎疫情在非中国地区开始大幅扩散，上周美股在高估值和外部冲击下崩盘，全球股市更出现恐慌性抛售。我们预期在内地爆发疫情至今表现突出的个股，在外地疫情接力爆发时仍会继续受投资者青睐。基于港股首500大市值和我们推荐的个股中，保利物业（6049 HK）、中海物业（2669 HK）、颐海国际(1579 HK)、中国飞鹤（6186 HK）在疫情至今表现最为突出，建议投资者可重点关注。

▶ **保利物业 (6049 HK):** 公司在央企物管公司中排名第一，在管面积达到2.6亿平米，预计母公司保利发展在2019-2021年可总计交付约7,000万平米，这是公司业绩增长的高确定性保障。3月9日获纳入港股通名单，为股价短期催化剂。

▶ **中海物业 (2669 HK):** 公司为中[illegible]团的上市物业管理平台。物业费收缴不会受到疫情的影响，行业将体现明显的抗疫发[illegible]生属性。中长期，中海物业等品质公司声誉有望借助本次疫情进一步向好。

▶ **颐海国际 (1579 HK)** [illegible]牌和机制优势，持续推动渠道扩张及产品创新，渠道拓展潜力充足，新品[illegible]。疫情期间，自热小火锅销量提升，部份抵销海底捞关店影响。

▶ **中国飞鹤 (6186 HK):** 飞鹤是中国本土奶粉龙头，拥有强大的品牌影响力、超高端高端主导的品牌组合、严管控及强服务的渠道[illegible]额。3月9日获纳入港股通名单，为股价短期催化剂。

3月中环球股市崩盘，我们推荐的4只抗疫精选股票在2个月涨23%-69% (平均涨51%)，期间恒指仅回升12%

股票

超配A股及中国概念股，关注顺周期、“十四五”概念及科技龙头

中国经济修复与景气板块延续表现料将支撑下半年基本面，A股多重利好将逐步落定，中港股票建议布局顺周期板块、调整已基本到位的科技龙头及“十四五”规划主线；中概股回归加速香港有望持续提升香港市场整体流动性和成长性。


资产配置 四季度投资建议

4季度沪深300指数涨14%、MSCI中国涨11%、MSCI工业指数涨13%、恒生科指涨19%

资料来源：中信证券

2020年建议港股投资组合全年平均涨9.5%，跑赢恒生指数13.4%；自去年开始推荐以来连续四个季度跑赢大市

- 回顾2020年，我们建议的港股投资组合平均涨9.5% (vs, 恒生指数跌3.4%)，跑赢恒生指数13.4% 。投资组合已经连续四个季度跑赢恒生指数。在2020年，投资组合中表现最好的是吉利汽车 (175 HK)、香港交易所 (388 HK)、腾讯控股 (700 HK) 及安踏体育 (2020 HK)，分别上涨4-6成，跟随是中联重科 (1157 HK)、山东黄金 (1787 HK) 及阿里巴巴 (9988 HK) ，也分别上涨逾1成。

2020年建议投资组合中表现突出的个股

公司	行业	推介日期	收盘价^ (港元)	推荐后涨幅 (%)	跑赢同期恒指 (%)
腾讯控股 (700 HK)	通信服务	1/1/2020	564.00	50.2%	55.4%
吉利汽车 (175 HK)	非日常消费品	10/14/2020	26.50	61.4%	46.1%
香港交易所 (388 HK)	金融	5/27/2020	425.00	56.0%	34.0%
安踏体育 (2020 HK)	非日常消费品	10/14/2020	122.90	40.5%	27.1%
阿里巴巴 (9988 HK)	非日常消费品	1/1/2020	232.60	12.3%	16.2%

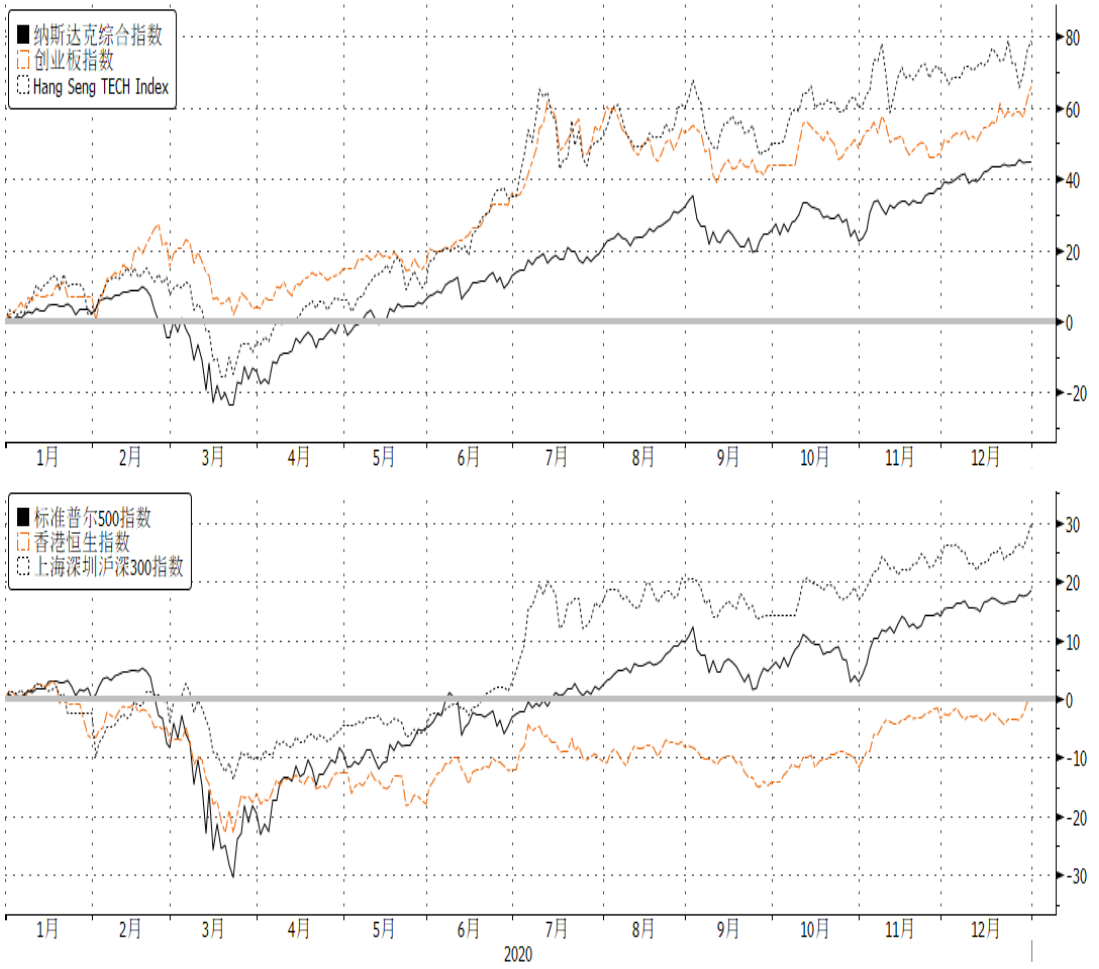
资料来源：彭博、中信证券　　^2020年12月31日收盘价

回顾2020年：疫情成为股市的主要变量

- 回顾2020年，疫情年初在多国扩散，跟随着各地纷纷开始实施封锁措施，环球股市经历了惊心动魄的3月份，其中美股10天经历4次熔断，也导致环球市场跟随坐上这列过山车。但随后在零/低息环境、经济重启、多国合力推出救援措拖、憧憬疫苗推出推动经济恢复及美国总统选举结果落地的各种因素下，投资者风险偏好逐步回升，主要股票市场在下半年也有明显的反弹。当中，A股跟随内地经济反弹率先跑赢其他市场，而市场憧憬拜登当选后推出大规摸刺激方案，美股更屡创新高。相反，港股作为内地的离岸市场，却受到中美关系反复影响，整体港股表现弱于中美股市，但IPO市场相对火热。总结全年，沪深300、标普500和恒生指数表现分别为+27.2%、+16.3%和-3.4%。

- 在全球央行放水下，叠加疫情带来的用户线上化、企业数字化及云化习惯的培养，相对其他板块业绩受损较小的科技板块成为市场追逐的主要方向之一。香港恒生科技指数、内地创业板及纳斯达克指数在20202年分别涨78.7%、65.0%及43.6%。

中港美主要指数2020年表现



资料来源：彭博

展望2020年：风险偏好抬升 大市顺势而行

- 踏入2021年，中欧投资协定落地，明确长期合作前景，中美博弈处于真空期。欧美疫情严峻，疫苗接种进度缓慢，政策依赖度高，欧美政策宽松的预期将强化。其次，国内一季度基本面持续向好，业绩同比增速弹性大，其中工业和消费板块拉动作用明显。再次，内外宏观流动性依然宽松，A股市场流动性更加充裕，中美博弈预计在2021年整体缓和，上半年处于真空期，1 月份，无论拜登正式主政，还是特朗普下台前的尾部政策，对风险市场整体影响都有限。

港股
“复苏”下的戴维斯双击

- 美国大选后，预计拜登新政府会先将重心放在疫情控制和经济复苏上
- 2021年全球宽松的流动性很难改变，但中国货币政策将率先进入“常态化”
- 展望2021年港股中概投资，我们视估值合理为最重要的前提
- 经济虽然“顺势而上”，但预计M2增速逐级回落，影响高估值的板块
- 反垄断举措升温，市场对平台型企业短期情绪上承压。
- “十四五”规划中“追求质量”和“自主创新”是长期方向
- 看好互联网、消费电子、教育、上游原材料和金融板块的核心标的

A股
慢涨“三部曲”

- 欧美经济缓慢修复，中美博弈趋于缓和。
- A 股盈利明确好转，打开行业轮动空间。
- 货币财政回归常态，规划落地催化主题。
- 外部流动性依然宽松，国内流动性整体稳健。
- 2021年A股预计净流入资金7,500亿元，公募和外资是主要来源。
- 预计2021年A 股行情将分为轮动慢涨期、平静期、共振上行期三个阶段
- 紧扣景气轮动配置，兼顾政策催化主题、顺周期主线、继续围绕“五大安全”战略

美股
盈利改善有望成为支撑美股的主要因素

- 2020年美股上涨的主要贡献来源于估值
- 民主党“横扫”，预计在拜登上台后美国或能推出超市场预期的大规模财政援助计划
- 随着全球经济进入全面复苏，以及通胀的温和回升，美股盈利有望迎来较大幅度的改善
- 预计2021年中期经济增长、通胀的明显回升将有利于整体盈利的修复，同时也有利于市场风险偏好整体向上
- 利率维持低位很难带动估值进一步提升，因此估值很难再成为推动指数上涨的主要动力
- 后续政策推出利好周期及政策相关板块

资料来源：中信证券

港股：“复苏”下的戴维斯双击

- 海外疫情反弹叠加美国纾困救助计划推进受阻，加剧了投资者对海外经济复苏的担忧，各部门针对反垄断的实际举措明显升温。尽管长期商业前景依旧清晰，但是短期内市场对平台型企业股票的情绪不可避免会承压，可能导致阶段性抱团的松动。
- 美国大选后，预计拜登新政府会先将重心放在疫情控制和刺激经济复苏上，叠加欧洲二次疫情反复，预计全球货币环境仍保持宽松。
- 中国货币政策将率先进入“常态化”2020年以来新兴市场跑输发达市场，我们预计2021年随着全球经济复苏，海外资金将持续配置新兴市场 (包括港股)，港股相对A 股的估值优势也将使南向资金延续2020年以来的净流入，估值合理视为2021年配置最重要的考量。
- 中国经济已率先企稳，经济虽然“顺势而上”。2021年，从内部来看，由于国内疫情防控到位，经济平稳复苏下，投资、消费、进出口均已平稳回升，因此我们判断中国货币政策将逐渐常态化。但预计M2增速逐级回落，影响高估值的板块。
- “十四五”的大背景下，以科技、消费、医药和高端制造业为代表的中国“核心资产”仍处于行业景气度持续向上的过程中，龙头公司尽管短期面临高估值下股价回调的风险，需要精选细分龙头进行配置。
- “十四五”规划中“追求质量”和“自主创新”是长期方向，因此中长期看，“核心资产”稳定的盈利能力有望支撑其在较小的通胀压力下快速消化估值。
- 估值合理同时兼顾成长性，看好互联网、消费电子、教育和上游原材料和金融板块的核心标的。

资料来源：Wind、中信证券

港股：疫情仍有不确定性，但全球将“重回”增长

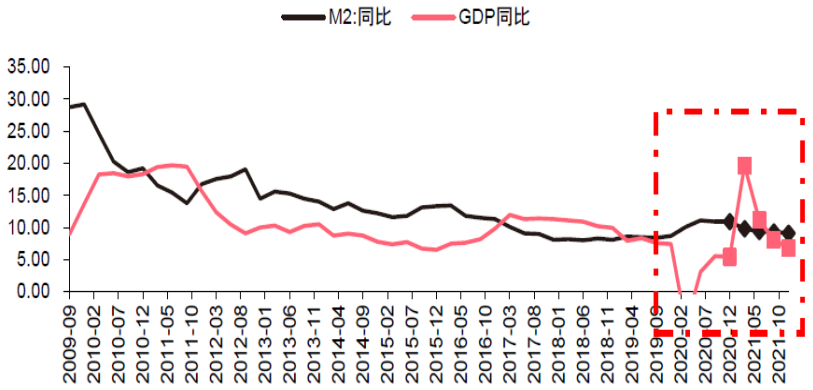
- 展望2021年，全球新冠疫情反复仍是重大挑战，全球宽松的流动性很难改变，但中国货币政策将率先进入“常态化”，影响高估值板块。媒体测算美国大选拜登获胜 (虽然选举结果可能需要更多法律层面确认，或给市场带来波动)，我们预计美国新政府重心将率先放在疫情控制和刺激经济复苏上，叠加欧洲二次疫情反复，全球货币环境在2021年仍将保持宽松，我们预计美日欧央行在2021年会继续扩表2.2万亿 (vs. 2020年8万亿)，分季度看，我们测算1-4 季度扩表规模分别为8,100/7,300/3,900/2,600亿美元。
- 不同的是，中国疫情控制效果明显，经济也已率先企稳，M2增速和名义GDP增速的剪刀差已达到10%。

2021年预计美日欧央行共扩表2.2万亿，预计全球货币环境保持宽松

单位：亿美元	2020Q3A	2020Q4E	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
三大央行合计扩表规模	11600	14100	8100	7300	3900	2600
美联储	-262	3600	3600	3600	1200	600
欧州央行	6547	8400	2600	2100	1000	300
日本央行	5294	2100	1900	1600	1700	1700

资料来源：Wind、中信证券
注：2020年四季度起为预测数据

M2与GDP增速剪刀差已达到10%，中国政策或加速“常态化”



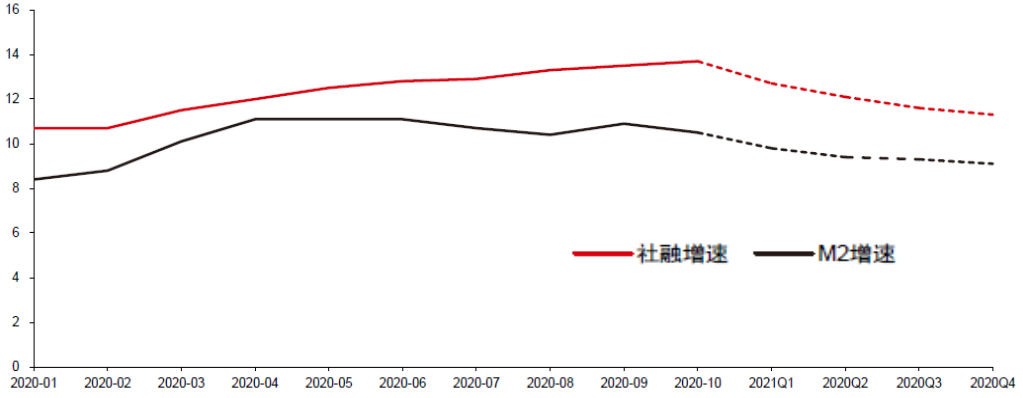
资料来源：Wind、中信证券
注： 2020年10月及以后数据为中信证预测

港股：中国政策将“常态化”

- 虽然2021年中国经济复苏将“顺势而上”，但M2增速将逐级回落。根据中信证券预测，M2和社融增速与名义GDP增速终将匹配，预计2021年中国名义GDP增速将呈现前高后低的走势，全年增速有望接近疫情前的水平，年Q1/Q2单季度GDP增速预计将达到+19.5%/+7.9%，全年GDP 增速预计在8.9%左右。同时M2增速有望在2020年四季度触及高位后回落至9%左右的水平，这将影响目前高估值的板块。

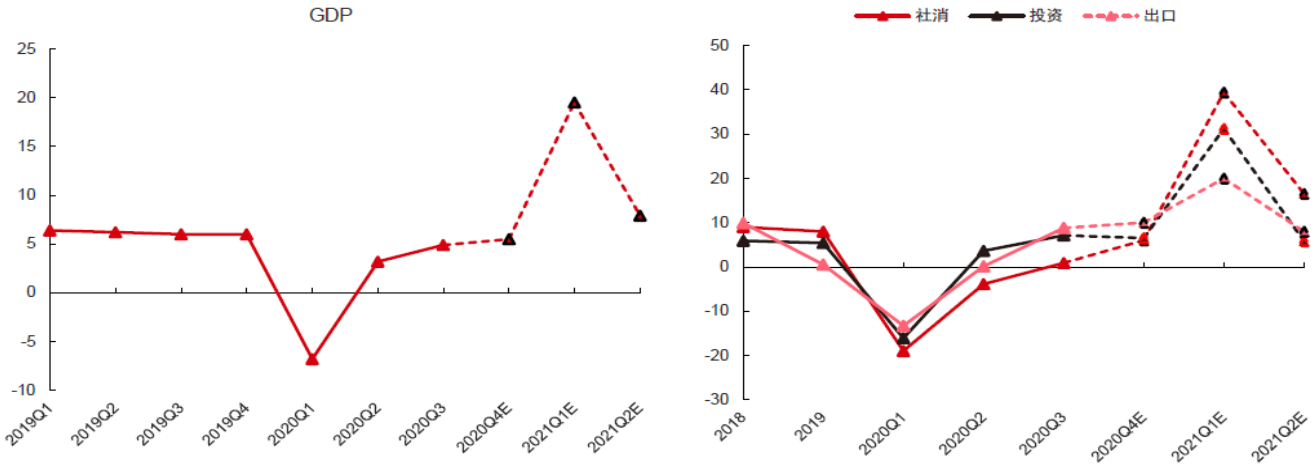
- 此外从信用的角度来看，2021年的社融规模同样将回归常态化，根据社融分项进行预测，2021年新增社融规模预计在32.3万亿左右，增速上预计将呈现先抑后扬的走势，最终年底落在11%-12%区间的可能性较大。

社融增速主要由债券融资贡献，但未来预计逐步放缓



资料来源： Wind、彭博、中信证券

经济顺势而上，2021年中国经济将迎来低基数下的高增长

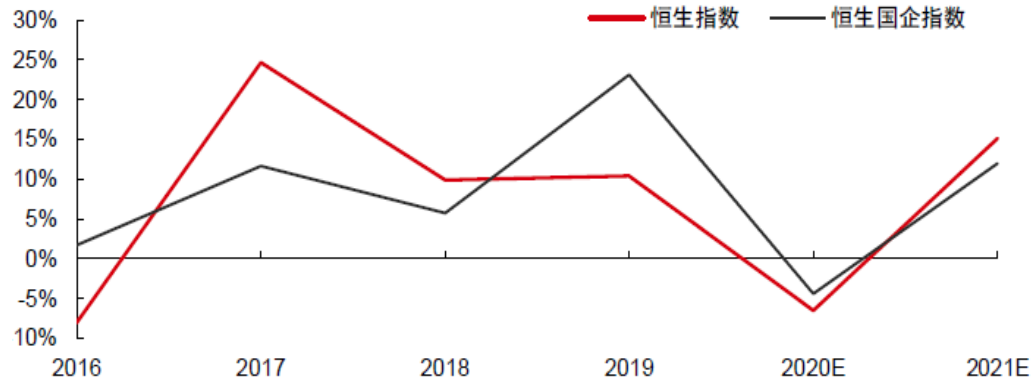


资料来源： Wind、彭博、中信证券

港股：离岸市场具吸引力

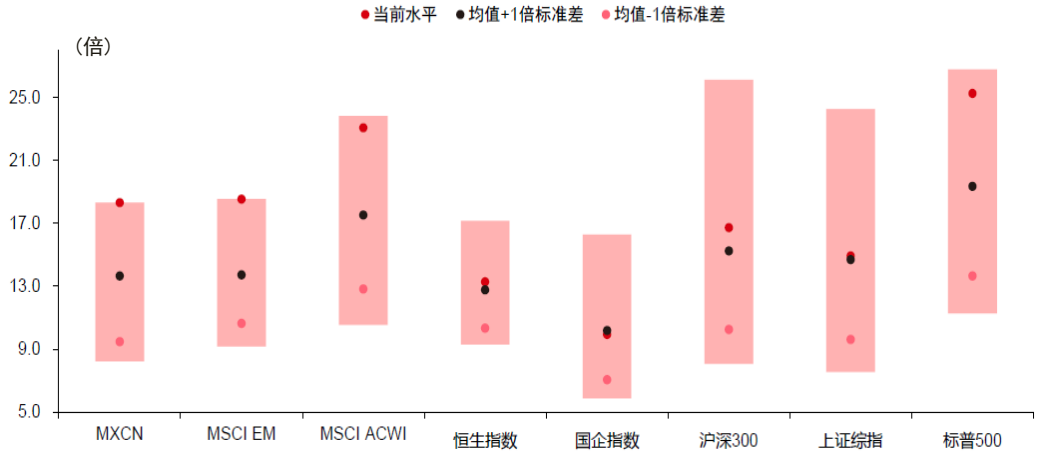
- 恒生指数和恒生国企指数2020年全年盈利增速预计分别为-6.5%/-4.4%，2021年指数盈利增速预计分别将反弹至15.1%/12.0%，两年复合增速分别达到3.7%/3.5%，恒生指数2021年增速超过2019年。恒生指数及恒生国企指数中金融、地产等传统经济板块占比当前占比仍较高。我们统计了恒生综指的盈利情况，2020年恒生综指中新经济公司盈利受损较小，预计盈利增速仍保持在+1.6%，而到2021年，半导体产品与设备、技术硬件与设备、媒体与娱乐、软件与服务、商业和专业服务、医疗保健设备与服务以及制药、生物科技和生命板块的两年复合增速预计将超过20%。

根据彭博预期，恒生指数和国企指数盈利增速分别反弹至15%/20%



资料来源：Wind、彭博、中信证券

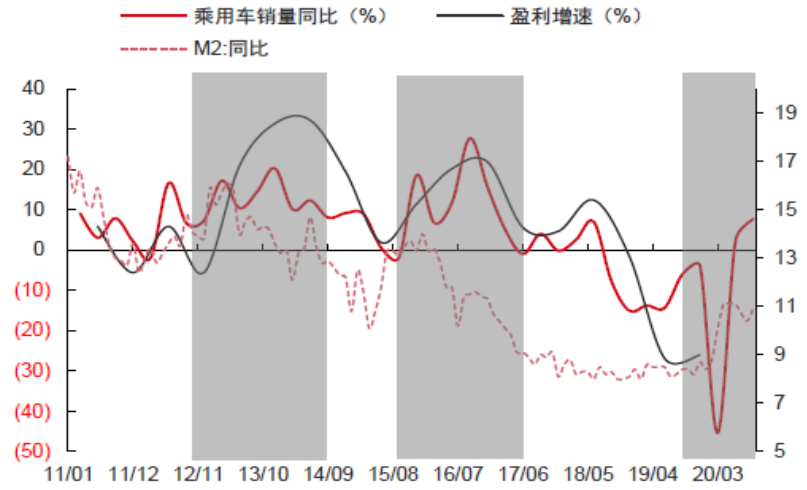
全球主要股指未来12个月市盈率估值水平

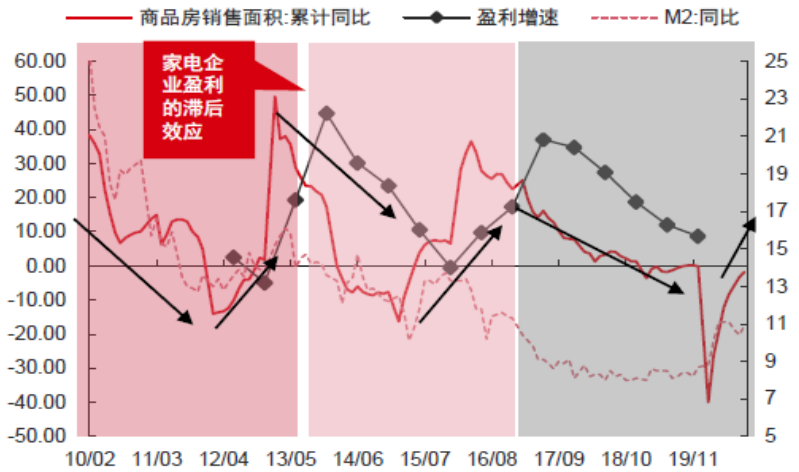


资料来源：彭博、中信证券　注：柱状图表示历史最高和最低值区间，截至2020年11月6日

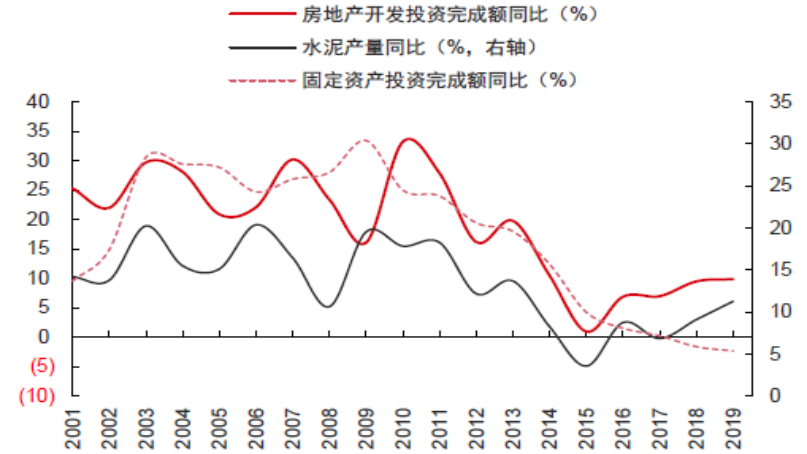
港股：对比历史，经济“弱复苏”下的亮点

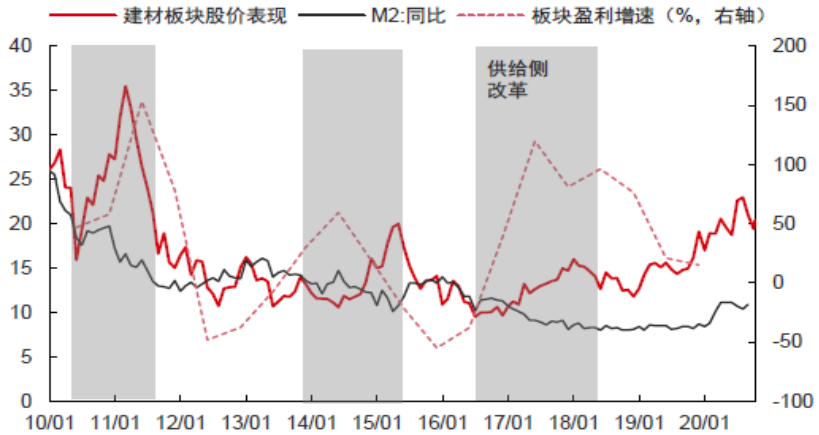
可选消费在复苏周期内存结构性亮点，汽车及零部件与宏观经济走势密切相关，耐用消费品随经济、地产、库存呈现较强周期性





水泥、建材的强周期性源于下游地产周期以及产能扩张周期的共振



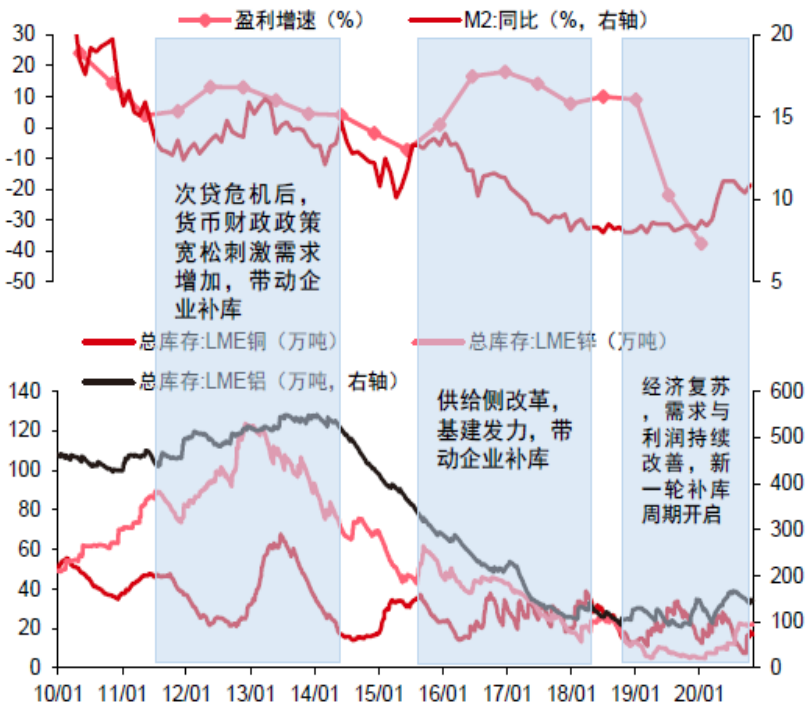


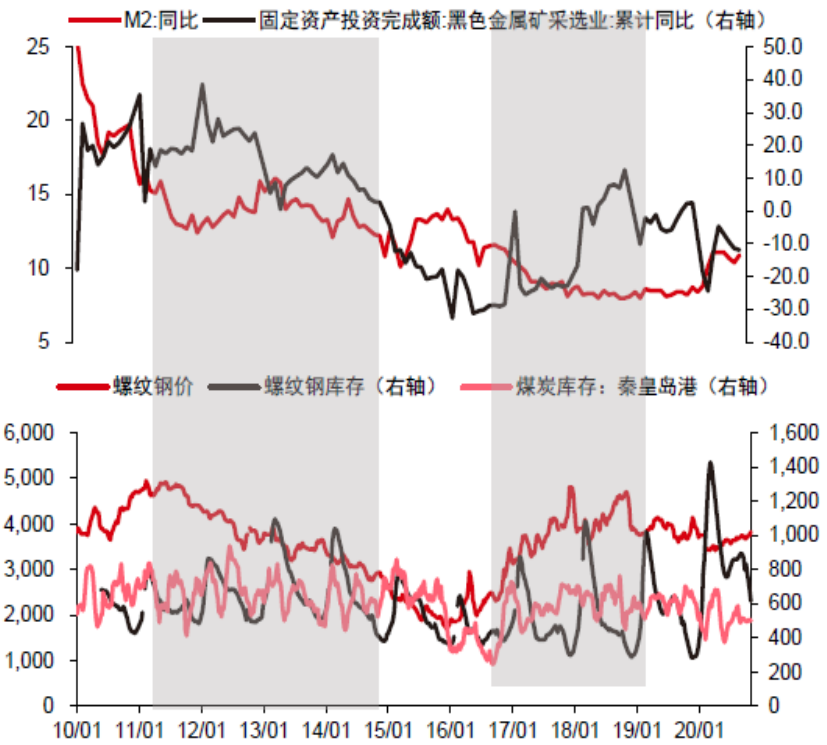
中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

资料来源：Wind、彭博、中信证券

港股：对比历史，经济“弱复苏”下的亮点

上游原材料在需求回暖背景下，具备涨价预期，黑色系产成品的价格波动往往受到宏观经济和产业供需两方面影响





资料来源： Wind、彭博、中信证券

港股：海外流动性较宽裕有利行业估值和基本面

- 我们视估值合理为2021年投资最重要的前提，离岸的港股和美股比A股更有优势，特别在经济复苏相关板块。中国内地经济已重回增长，复盘过去10年，在经济见底、流动性见顶时期 (如2013年中-14年中；2016年末-17年底)，市场中与经济复苏更密切板块 (可选消费、金融、原材料等等) 表现优异。港股目前估值相对A 股更有优势。景气持续改善下，海外较宽裕的流动性也有利港股的行业迎来估值和基本面的戴维斯双击。中美摩擦的尾部风险迅速下降，以及人民币相对美元的强势有利海外资金重新配置中国资产，特别是蓝筹。

- 与之对应的是，增长修复下公司盈利获得强劲反弹，医药、科技与必选消费板块穿越周期，盈利持续稳健；相比之下，2020年上半年受疫情冲击影响较大的行业，如可选消费、原材料、交通运输、能源以及银行、保险等板块2021年盈利预计会较大幅度反弹。

MSCI China 二级行业盈利增速预测

行业名称	三季报调整前			三季报调整后		
	2020E	2021E	2 年 CAGR	2020E	2021E	2 年 CAGR
软件与服务	240.0%	-36.5%	46.9%	145.0%	-15.9%	43.5% ↓
消费者服务	-15.2%	115.1%	35.1%	-23.4%	139.3%	35.4% ↑
商业和专业服务	28.5%	20.0%	24.1%	31.2%	24.9%	28.0% ↑
半导体产品与设备	33.9%	26.0%	29.9%	30.7%	23.0%	26.8% ↓
媒体与娱乐	18.1%	21.9%	20.0%	22.8%	28.4%	25.6% ↑
食品、饮料与烟草	32.2%	18.1%	24.9%	30.4%	19.5%	24.9% -
制药、生物科技和生命	24.3%	24.2%	24.2%	21.8%	25.1%	23.5% ↓
技术硬件与设备	15.8%	24.3%	20.0%	16.1%	24.5%	20.2% ↑
家庭与个人用品	32.6%	7.8%	19.6%	32.7%	7.4%	19.4% ↓
医疗保健设备与服务	15.2%	17.1%	16.1%	18.9%	19.8%	19.4% ↑
综合金融	21.3%	14.3%	17.8%	26.1%	12.8%	19.3% ↑
食品与主要用品零售	17.9%	14.8%	16.3%	17.1%	12.6%	14.8% ↓
房地产	13.5%	16.7%	15.1%	12.2%	17.2%	14.7% ↓
零售业	-7.4%	26.0%	8.0%	-3.6%	32.3%	12.9% ↑
公用事业	14.6%	11.3%	12.9%	13.9%	11.8%	12.9% -
汽车与汽车零部件	-5.5%	27.7%	9.8%	-2.7%	28.7%	11.9% ↑
原材料	3.5%	15.3%	9.2%	6.4%	15.4%	10.8% ↑
资本品	2.5%	13.1%	7.7%	1.3%	13.9%	7.4% ↓
耐用消费品与服装	-13.9%	28.9%	5.4%	-13.5%	29.2%	5.7% ↑
电信业务	1.9%	4.3%	3.1%	2.7%	5.3%	4.0% ↑
保险	-10.8%	14.4%	1.0%	-12.1%	14.7%	0.4% ↓
银行	-5.4%	6.1%	0.2%	-7.4%	6.5%	-0.7% ↓
运输	-105.4%	-1670.5%	-8.1%	-107.5%	-1180.8%	-10.2% ↓
能源	-60.7%	59.7%	-20.8%	-52.2%	33.1%	-20.2% ↓
合计	-5.4%	14.9%	4.3%	-5.6%	15.5%	4.5% ↑

资料来源：彭博、中信证券

港股：美股中概回归港股或A股已成定局

- 2020年，美股中概股迎来“回归潮”，一方面在中美长期博弈的大环境下，美股上市的中概企业面临更加严苛的生存环境。另一方面，伴随着上市制度的完善，港股主一步放开旗舰指数 (恒生指数、国企指数) 对“新经济”的纳入。随着股价上涨和ADSs的大额转入，二次上市公司港股总流通股数和流动市值快速上升。

有望回归A股/港股的中概股

证券代码	证券简称	行业	VIE	同股不同权	市值 (亿美元)	最大股东持股比例 (%)	PE (TTM)	港股主板二次上市	退市港股主板上市
PDD.O	拼多多	可选消费	✔	✔	1,078	29.4	-	✔	✔
TAL.N	好未来	可选消费	✔	✔	398	28.4	1,526.3	✔	✔
BIDU.O	百度	信息技术	✔	✔	454	16.4	89.4	✔	✔
TME.N	腾讯音乐	可选消费	✔	✔	250	55.6	45.4	✔	✔
GSX.N	跟谁学	可选消费	✔		158	46.1	344.3	✔	✔
NIO.N	蔚来	可选消费	✔		412	14.3	-	✔	✔
TCOM.O	携程网	可选消费	✔		171	11.7	-	✔	✔
BILI.O	哔哩哔哩	信息技术	✔		147	15.0	-	✔	✔
IQ.O	爱奇艺	信息技术	✔	✔	181	56.2	-	✔	✔
LI.O	理想汽车	可选消费	✔		169	23.3	-	✔	
VIPS.N	唯品会	可选消费	✔	✔	145	12.7	22.8	✔	✔
ATHM.N	汽车之家	信息技术	✔		114	49.4	25.5	✔	✔
MLCO.O	新濠博亚娱乐	可选消费			77	56.5	-	✔	✔
OCFT.N	金融壹账通	信息技术	✔		74	45.2	-	✔	✔
WB.O	微博	信息技术	✔	✔	94	44.9	19.1	✔	✔
YY.O	欢聚	信息技术	✔	✔	74	23.1	6.9	✔	✔
DADA.O	达达集团	可选消费	✔	✔	74	47.9	-	✔	✔
HUYA.N	虎牙直播	信息技术	✔		50	50.4	51.8	✔	✔

资料来源： Wind、中信证券　注：符合要求的上市公司最终并不一定会上市，该表仅为之后测算公司回归港股市场的影响提供参考

港股：合理估值是2021年投资最大考量

- 2020年以来新兴市场跑输发达市场，海外疫情反弹叠加美国纾困救助计划推进受阻，加剧了投资者对海外经济复苏的担忧，但我们认为，在基本假设下，随着疫苗接种2021年全球经济进入全面复苏，海外资金将持续配置新兴市场 (包括港股)，港股相对A 股的估值优势也将使南向资金延续2020年以来的净流入。综上，我们将估值合理视为2021年配置最重要的考量。“后疫情”时代，外部流动性维持宽松、国内经济稳步复苏、中美关系基本稳定、“十四五”等利好政策不断落地的背景下，我们建议结合估值因素从以下三个维度把握市场投资机会：

- (1) 国内及全球需求复苏背景下估值仍处于合理区间的顺周期板块。
  - 上游大宗商品涨价逻辑下的铜铝、原油、化工板块；中游新基建、新型城镇化及地产竣工周期相关的家居、家电板块；下游受益需求提振、景气持续的酒店、电商及养殖后周期板块。
  - 消费方面，顺周期下必选消费板块供需结构有望进一步改善，关注盈利稳定、景气度良好的细分板块包括城燃、乳制品等，选择盈利能力较强的龙头公司。
  - 而对于业绩弹性较高的可选消费板块，经济复苏下我们在景气度持续回暖的板块包括纺织服装、教育等挑选盈利能力较强的细分领域龙头

- (2) 受益实体经济回暖和资本市场改革预期，且估值处于低位的金融板块。
  - 年LPR 下行、拨备计提力度加大对银行业绩的影响将不会持续到2021年，经济不断修复也将明显改善银行资产质量，我们看好估值现已处于绝对低位的银行板块；创新业务超预期增长带来行业成长性的提升，注册制等资本市场改革不断推进叠加经济复苏延续也将利好证券行业；疫情催化保障需求提升，监管红利释放为险企提供支持，资产端国债收益率上行亦有利提升险企投资收益，保险股有望迎来最佳配置时期。

- (3)“十四五”产业政策及“双循环”新格局下的主题性投资机遇中，成长性能够支撑当前估值水平的细分板块。
  - 重点关注半导体国产替代、网络安全、信创产业、光伏及新能源以及国防军工。另一方面，高端制造业的高质量发展有`望成为主线，订单回流下重点关注消费电子、新能源汽车以及景气度拐点向上的锂电设备，此外随着新基建建设的大力发展，围绕5G 与云计算的技术创新带来的科技红利逐步释放，重点关注本土需求支撑的新基建、面板等细分领域。

资料来源： Wind、中信证券

港股投资组合

风险等级
低风险
1
1 5

公司	行业	流通市值^ (亿港元)	收盘价^ (港元)	目标价 (港元)	市盈率 (倍) 21E	市盈率 (倍) 22E	息率 (%) 21E	推荐理由
吉利汽车 (175 HK)	非日常消费品	1,521	26.50	35.00#	20.4	17.1	1.4	汽车行业景气回升明确，叠加消费刺激政策加码，预计2021年乘用车销量有望实现10%-15%增长。吉利即将完成A股上市，其后将推进与沃尔沃的合并计划，有机会将合营品牌领克剩余的股份也注入上市公司体系。看好吉利从汽车制造商转型至电动及自动驾驶科技公司，提升估值。
腾讯控股 (700 HK)	通信服务	32,687	564.00	715.00	29.4	24.3	0.3	在网络游戏端，国内仍有望受益年轻世代消费能力提升，海外和合作伙伴合作深入带动海外游戏收入增长；广告业务有望受益于在线教育、社区团购等公司的推广投放加大；支付业务受益于小程序电商、社区团购规模加大；国内云化进程的加快利好云计算业务。在政策端，我们认为反垄断政策对于腾讯的业务影响较小。
香港交易所 (388 HK)	金融	5,385	425.00	431.00	41.5	36.8	2.2	随着中概股逐步回归，港股市场定价效率正在提升，集群效应下潜在上市的新经济公司将更倾向于选择港交所。恒生科技指数期货期权的推出将进一步丰富新经济交易生态，为港交所带来额外的业绩弹性。由于香港维持低利率，同时公司取消以股代息，股本回报率摊薄压力显著减轻。
中联重科 (1157 HK)	工业	129	9.30	10.70@	8.0	7.3	5.1	我们认为中联重科现时定位良好，因其专注于后周期机械设备。而挖掘机和高空作业平台的业务扩展应成为短期的增长驱动力。此外，由于规模效益及销售组合将转向高利润产品，我们预计利润率将持续扩长。
安踏体育 (2020 HK)	非日常消费品	1,281	122.90	139.00	35.2	28.0	1.1	公司在本土市场经营呈现逐季度改善趋势，呈现强劲的复苏势头，验证公司多年经营积累的出色的危机应对能力。长期看，公司通过积极的库存清理和费用控制有望在2021年初率先回归健康的库存和折扣水平，盈利和估值有望继续改善，从而稳步回归迈向全球多品牌运动龙头的轨道。
阿里巴巴 (9988 HK)*	非日常消费品	34,290	232.60	339.89@	19.6	16.1	0.0	我們预期监管更多是推动平台公司改进业务规则和产品服务等，不改其长期市场地位和投资价值。云业务方面，阿里云收入持续保持强劲增长，规模效应及非IaaS收入占比持续提升背景下，阿里云有望于2021财年内实现盈利。
京东集团 (9618 HK)	非日常消费品	8,125	342.00	416.00	31.1	20.7	0.0	中长期看，京东成长飞轮运转良好，物流配送优势的用户心智在疫情后进一步强化，行业低线升级的增长主线亦契合公司品质电商定位。公司分拆京东健康 (6618 HK) 上市认购反应热烈，除了京东健康，未来亦有多个潜在分拆上市的计划，市传京东物流寻求2021年上半年在港上市，将增厚公司内涵价值。
领展 (823 HK)*	房地产	1,468	70.60	79.81@	23.5	22.4	4.3	香港零售市道受前年的社会事件以及去年的新冠疫情严重打击，但最坏情况预期即将过去，随着香港社会气氛缓和，疫苗可望在今年中广泛接种，相信香港零售市场会在明年开始强劲复苏。领展的物业组合具防守性，公司目前的股息收益率为4.1%具吸引力，预期复苏早期将由本地消费率先带动，领展为我们行业首选。

资料来源：彭博、中信证券 ^截至31/12/2020 *年化 @彭博综合预测

A股：慢涨“三部曲”

预计政策边际宽松叠加基本面不断抬升推动跨年慢涨至少延续至春节前后

- 短期因疫情带来的潜在经济扰动会促使政策边际上继续放松，地产投资和出口将推动经济基本面向好，基本面不断抬升加之政策边际宽松将推动潜在增量观望资金持续入场，推动跨年慢涨行情至少延续到春节前后。
- 局部散发性新冠病例将压制“疫情受损股”的修复行情。
- 反垄断举措的升温将导致市场对平台型企业短期情绪承压，加之跨年后资金博弈行为趋于缓和，多重扰动共振预计会导致市场局部投机性抱团瓦解。

经济与政策回归常态，中美博弈缓和，流动性外松内稳

- 预期疫苗帮助欧美经济缓慢修复，2021年二、三季度弹性较高；中美博弈趋于缓和，上半年是真空期。
- A股盈利明确好转，信用周期回落缓慢，预计本轮盈利周期高点在2021年三季度。
- 货币财政逐步回归常态，“十四五”规划落地催化主题，资本市场改革突进。
- 外部流动性依然宽松，欧美日央行扩表主要在上半年；国内央行依然保持银行间流动性合理充裕。

2021年A股预计资金净流入7,500亿元

- 资管新规过渡期截止渐近，A股继续受益于居民财富再配置。
- A股在新兴市场竞争力强+人民币升值，外资将继续增配A股。
- 公募、外资、险资是主要增量资金来源，产业资本减持和IPO是主要分流。

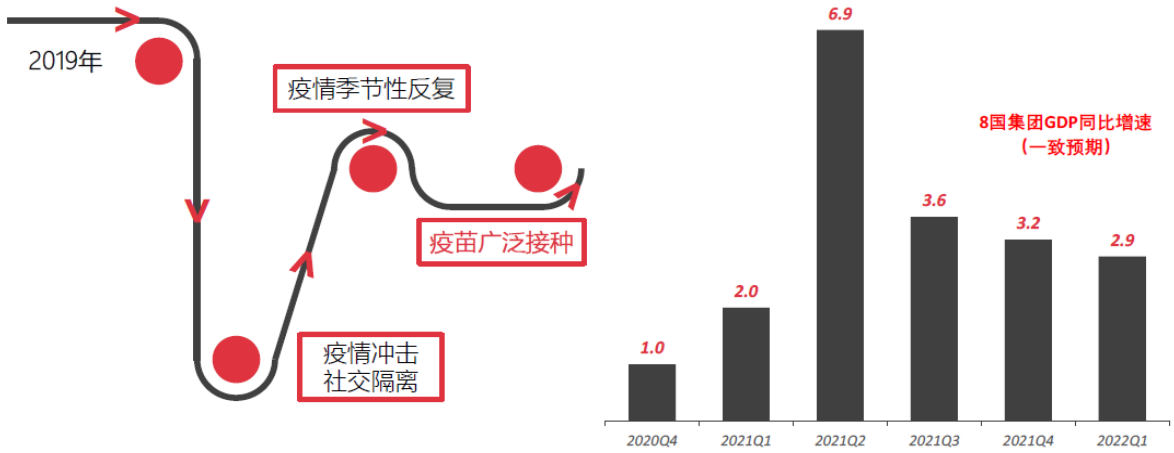
慢涨“三部曲”：紧扣景气轮动配置，兼顾政策催化主题

- **轮动慢涨期：**跨年直到2021年二季度中，坚持配置工业板块的基本金属和能源金属和可选消费等顺周期品种；兼顾半导体、人口政策等主题，。
- **平静期：**2021年二季度中至三季度，跨年后建议布局十四五“五个安全”战略背景前期相对滞涨、具备长期空间的高性价比品种，主要包括军工、半导体、消费电子、种植链和种子等，增配大金融和必选消费；关注新能源、国防安全等主题。
- **共振上行期：**2021年四季度启动，全球市场正向共振，科技板块与医药的配置价值提升。

A股：欧美经济缓慢修复，中美博弈趋于缓和

- 海外疫情季节性反复的影响有限，预计2021年上半年疫苗大规模接种，全球疫情逐步得到控制。欧美经济在刺激政策的支持下，2021年二、三季度恢复弹性较大。美国大选结果难有反复，预计2021年年初拜登主政后的首要目标在疫情防控和财政刺激。中美博弈整体趋于缓和，预计2021年上半年是中美博弈真空期，下半年拜登的对华政策框架更明朗，贸易上会重新评估中美关税，科技上仍会保持压制的态势，但金融和地缘方面冲突的概率很低。

疫苗落地并广泛接种，发达经济体逐步走出疫情阴霾



资料来源：彭博、中信证券　　注：彭博一致预期

博弈领域	趋势	美方策略	中方应对
贸易	短期压力缓解	重新评估中美关税，以区域协议孤立”而非“打压”中国	RCEP vs TPP+TTIP
科技	整体保持压制	以所谓“隐私”和“知识产权”代替“国家安全”限制中国科技领域追赶	科技兴国，自主可控
金融	冲突概率很低	实际冲突小，潜在风险高，很难把中国踢出SWIFT	人民币国际化

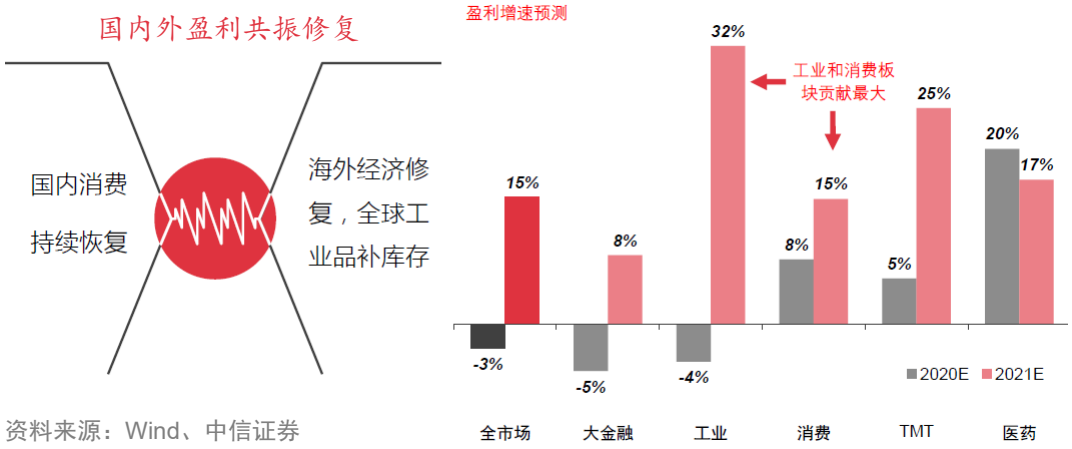
资料来源：中信证券

A股：盈利明确好转，打开行业轮动空间

- 国内经济已从疫情冲击中快速恢复，2020年年底恢复至合意的潜在增速水平后，2021年运行整体平稳。A股基本面明确好转，预计2021年中证800的盈利增速将从2020年的-2.8%回升至14.7%；其中金融和非金融板块的增速分别是8%和24.9%，后者将达到近年来的最高水平。节奏上，非金融板块2020Q4~2021Q4五个季度的同比增速预计分别是31%/100%/13%/17%/14%：剔除一季度基数效应导致的高增速，本轮盈利复苏周期的高点在2021年三季度。

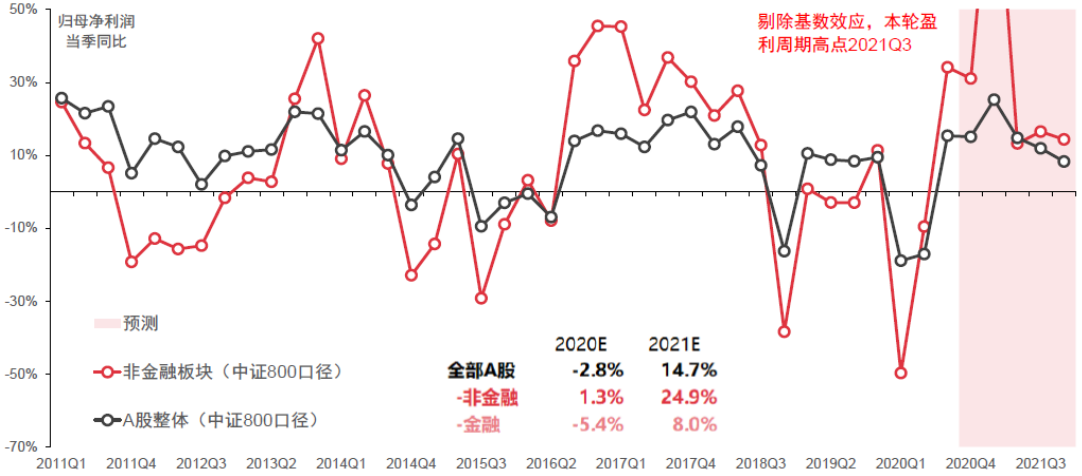
- 结构上，消费电子带动下，TMT板块2020年四季度盈利增速预计将达到54%的高点；工业和消费等顺周期板块则是跨年的主要看点，其中工业板块量价齐升下在2021年一季度有望超预期。预计2021年市场对基本面的预期先升后降，预期的顶点出现在上半年。

2021年A股盈利增长驱动与各板块盈利增速



资料来源：Wind、中信证券

2021年A股盈利增长驱动与各板块盈利增速 (中证800口径)



资料来源：Wind、中信证券
注：数据口径为中证800指数的成分股，表中2020Q3及之前的数据为实际值，2020Q4及之后的数据为中信证券预测

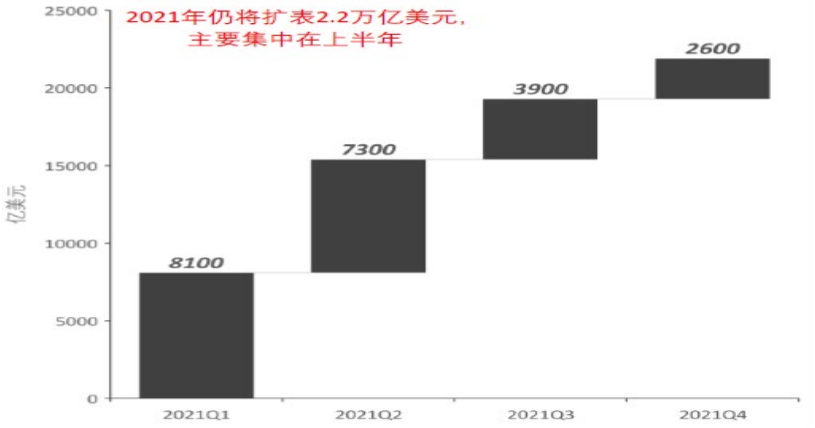
A股：货币财政回归常态，规划落地催化主题

- 2021年国内常规政策将由宽松逐步回归常态。以2035年远景目标为基础的“十四五”规划将在2021年“两会”后落地，成为重要看点。其需求端重点在于通过改革与开放推进“大循环”发力，供给端通过产业政策、区域战略、资本市场改革推动高质量发展。其中，预计一季度科技中长期发展规划、人口政策会优先出台；其它细分领域规划将在后续逐步落地。资本市场改革继续突进，预计2020年年底前退市改革、减持新规、外资持股上限放开都会落地，2021年上半年全市场注册制相关规则将出台。

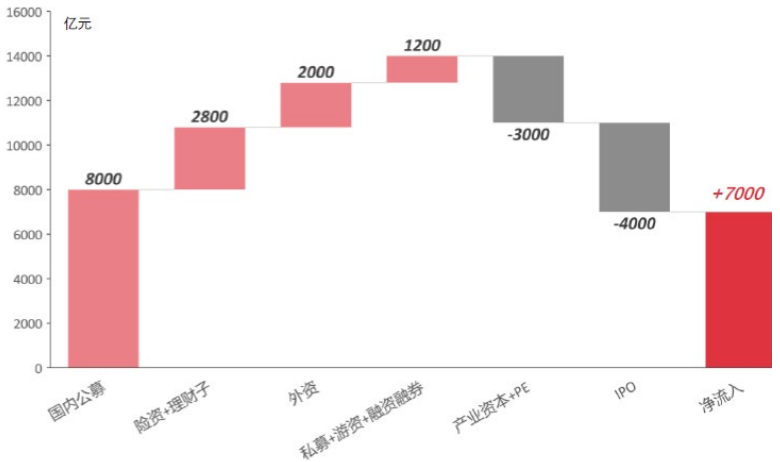
- 外部流动性依然宽松，国内流动性整体稳健。2021年海外流动性整体宽松，欧美日央行扩表主要集中在上半年。民主党“横扫两院”下，美元指数在未来一个季度的走弱幅度有望超出此前预期，带动人民币兑美元汇率升值，人民币有望在上半年继续走强至6.2-6.3，全年先强后弱。海外资金稳步增配中国的趋势不变。2021年国内稳健的货币政策灵活适度，预计主要以逆回购+MLF+结构性工具维持银行间流动性合理充裕，为了对冲资管新规过渡期截止的波动，下半年可能相机宽松。

- 2021年A股预计净流入资金7,500亿元。公募和外资是主要来源。以上述研判为基准，我们结合投资者行为分析测算A 股资金流动。一方面，公募、外资、保险是主要的增量资金来源。另一方面，产业资本减持和IPO是主要的资金分流渠道。

美欧日三大央行资产负债表增量规模及预测



2021年A股主要投资者资金流动规模及节奏测算

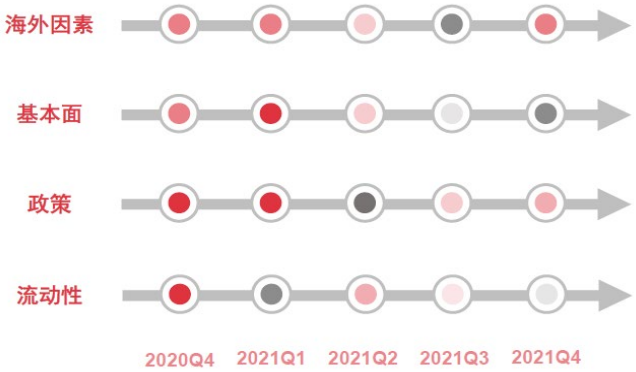


资料来源：Wind、中信证券
注1：“产业资本+PE”此项包括了回购；
注2：外资净流入包括北向资金和QFII&RQFII；
注3：这里的预测只包括A股部分投资者，并非全口径预测。

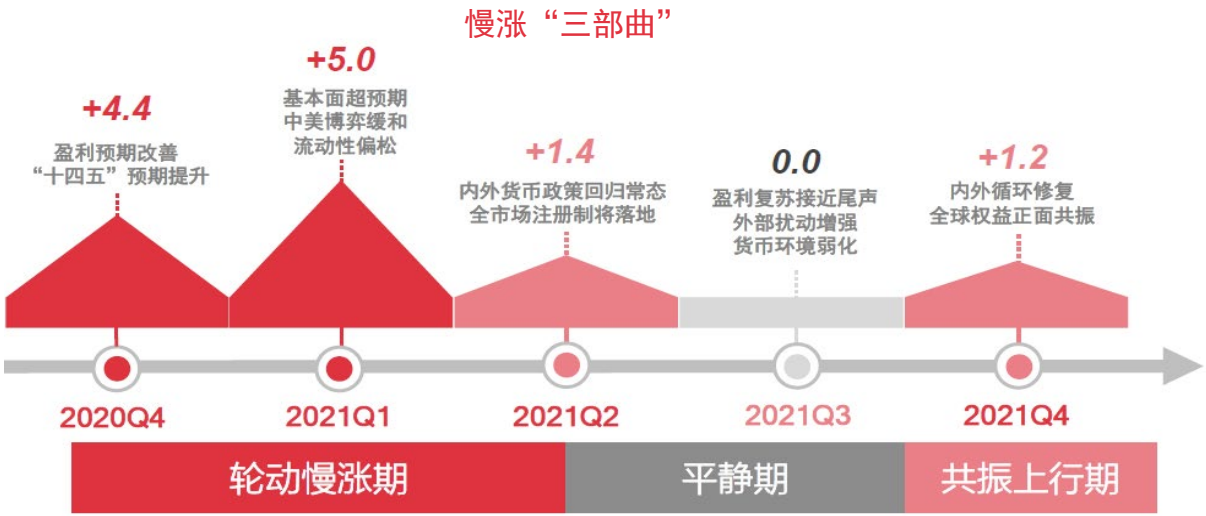
A股：注意慢涨节奏

- 综合了量化和行为金融的方法论进行大势研判，预计2021年A股行情将分为轮动慢涨期、平静期、共振上行期三个阶段。





四要素量化打分下A股的大势和节奏



从跨年直到2021年二季度中市场都将处于轮动慢涨期。在此期间，国内基本面明确修复，海外基本面预期随着疫苗接种而强化，中美博弈处于真空期，宏观货币环境偏松，政策事件密度高，市场上行动能较强。

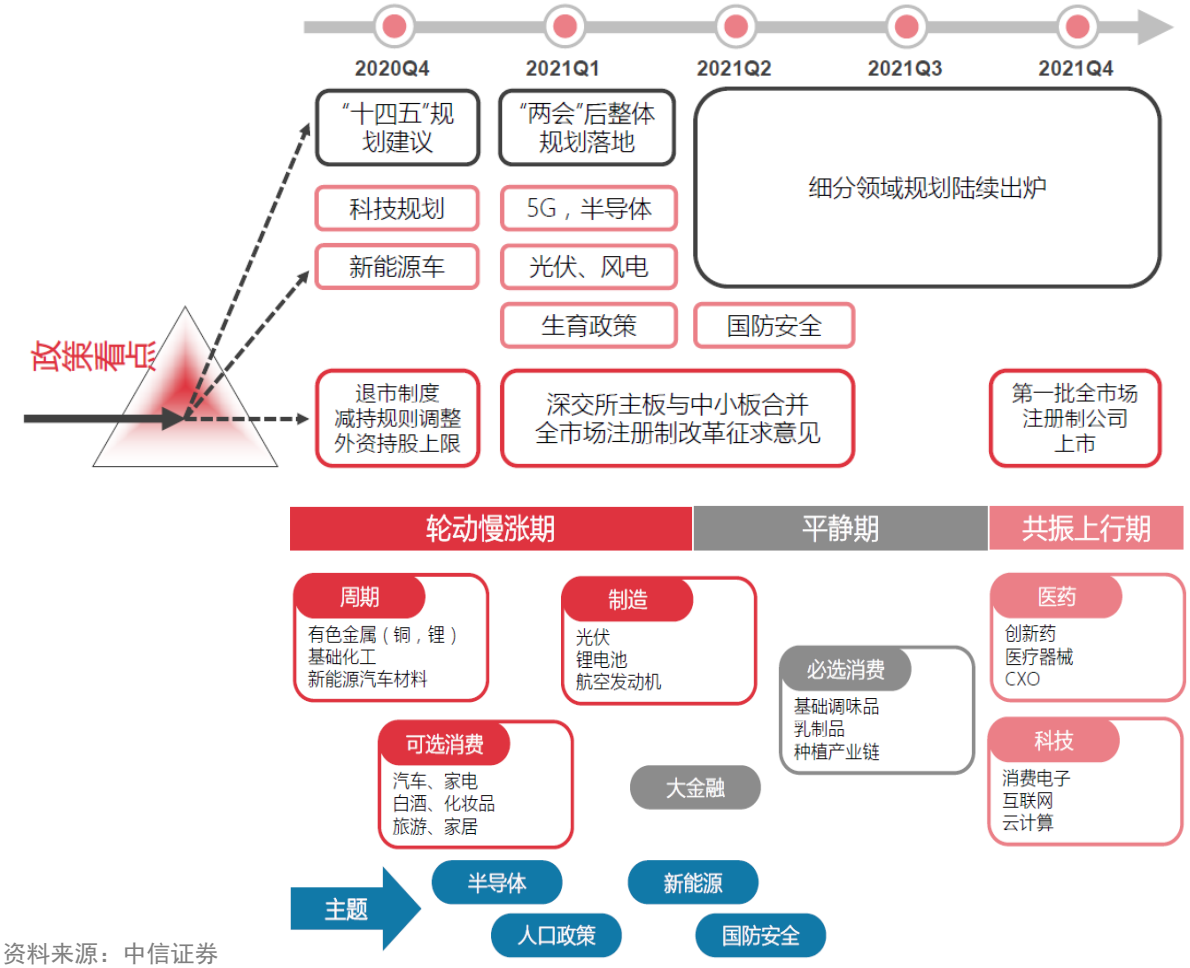
2021年二季度中至三季度市场整体处于平静期。在此期间，基本面预期上修已比较充分，内外货币政策正常化成为关注重点，全市场注册制改革落地，市场相对比较平静。

2021年四季度市场将进入共振上行期。在此期间，发达经济体基本走出疫情阴霾，国内基本面增速放缓，内外循环充分修复，全球权益市场正向共振。

资料来源：中信证券
注：各季度打分根据前文我们对宏观、政策、流动性、海外因素四条主线在各季度研判打分加权汇总得到，与各季度市场涨跌幅度并非一一对应

A股：“十四五” 催化的相关主题及配置时點建议

“十四五” 催化的相关主题及各时期重点配置建议



- 紧扣景气轮动配置，兼顾政策催化主题。在轮动慢涨期，建议坚持配置顺周期品种，并兼顾“十四五”相关主题。内外基本面预期强化的大趋势下，顺周期是最重要的主线，其中可选消费、工业板块有明显的增配价值。另外，可以兼顾“十四五”规划中有望先落地和相关“五个安全”战略背景前期相对滞涨、具备长期空间的高性价比品种，主要包括军工、半导体、消费电子、种植链和种子、生育政策等主题。在平静期中，建议增配大金融和必选消费；主题方面，二季度可以关注新能源与国防安全。随着下半年市场逐步从平静期切入共振上行期，长期成长潜力更大的科技板块、以及估值消化并处于盈利增速拐点的医药相对配置价值将会提升。

资料来源：中信证券

注1：各阶段配置中的细分主线皆来自中信证券研究部各产业组的年度策略报告，具体逻辑和推荐标的可参考相关报告；

注2：大金融板块并没有详细的细分主线推荐，这里略去。

A股投资组合

风险等级
低风险
1
1 5

公司	行业	流通市值^ (亿人民币)	收盘价^ (人民币)	目标价 (人民币)	市盈率 (倍) 21E	市盈率 (倍) 22E	息率 (%) 21E	推荐理由
五粮液 (000858 CH)	日常消费品	3,624	291.85	320.00	45.5	37.7	1.1	展望“十四五”，公司提出稳中求进为主基调，启动新一轮高质量发展。我们认为，伴随公司品牌、产品、渠道等多维度能力的全面进化，五粮液将实现品牌牵引下、以价为核心的高确定性较快增长。
恒力石化 (600346 CH)	原材料	435	27.97	29.58@	12.7	11.3	2.8	恒力石化一期2000万吨/年炼化项目已于2019年5月份投产至今连续稳定运行，大幅提升公司业绩中枢，从长期来看，公司此前规划布局西中岛2,000万吨炼化项目有望在未来5年内落地，预计将打开公司中长期成长空间。
迈瑞医疗 (300760 CH)	医疗保健	1,239	426.00	442.42@	67.8	55.8	0.4	2020年前三季度，受疫情相关产品的拉动以及国内市场的逐步恢复，公司业绩实现较高增长，超出市场预期。公司作为医疗器械龙头的优势明显，品牌知名度与市场占有率不断提升，长期投资价值显著。
中国平安 (601318 CH)	金融	6,794	86.98	93.49	10.1	8.6	2.8	在业务低基数、公司恢复重视开门红、年金类需求恢复增长等多重因素共同作用下，预计公司2021年新业务价值恢复温和增长 (预计两位数)；预计在2021良好开局的基础上，公司业务将步入正向反馈，有望带动公司股价实现估值修复。
格力电器 (000651 CH)	非日常消费品	1,796	61.94	70.86@	14.8	13.1	3.7	随着消费复苏、库存正常化，收入基本恢复。但需求聚焦于中低端产品，盈利能力仍在恢复阶段。目前渠道改革已进入关键期，公司逐步向低库存、高周转模式转变，降低终端价格。四季度起公司步入低基数周期，预计收入、利润环比均有显著增长。
万华化学 (600309 CH)	原材料	1,025	91.04	104.50@	19.7	17.1	2.1	聚氨酯行业已进入量价齐升的上行周期，新项目密集投产有望为公司带来持续的业绩增长，看好公司成长为全球一流的化工新材料龙头的前景。
宁德时代 (300750 CH)	工业	2,910	351.11	505.00#	-	83.1	0.1	公司是全球动力电池龙头，深度绑定国内主流电动车企，加速全球配套打开市场空间，成长确定性高。
三一重工 (600031 CH)	工业	1,470	34.98	40.80#	16.5	14.8	2.0	考虑到公司大力推进智能制造升级改造，公司生产效率及敏捷化、智能化程度显著提升，公司市场竞争力和盈利能力进一步提升。
海康威视 (002415 CH)	信息技术	1,446	48.51	80.00#	27.3	22.7	1.8	公司经营层面逐季复苏趋势明显，Q3剔除汇兑后业绩表现亮眼。疫情对传统主业的影响正逐步消退，同时公司助力企业数字化转型的相关业务正有序落地，我们看好公司中长期发展空间。

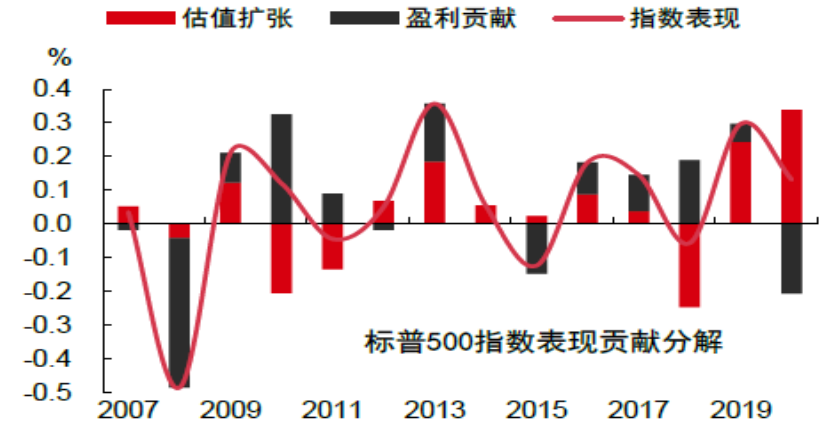
资料来源：彭博、中信证券　^截至31/12/2020　@彭博综合预测

美股：盈利改善有望成为支撑市场的主要因素

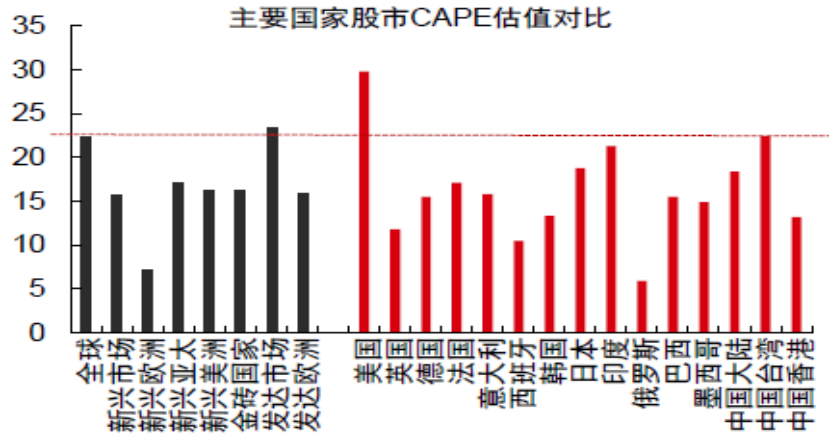
- 2020年受疫情爆发和经济封锁的影响，美股盈利大幅下行，但与此同时美联储的宽松政策也带来利率的快速下行。从标普500 指数表现来看，2020年，标普500指数上涨16%，其中估值拉动34%，盈利拖累18%。实际上，自2019年开始，美股上涨主要也是估值驱动的，盈利的贡献较小。

- 海外疫情反弹叠加美国纾困救助计划推进受阻，加剧了投资者对海外经济复苏的担忧，但我们认为，在基本假设下，随着疫苗接种全球经济进入全面复苏，以及通胀的温和回升，美股盈利有望迎来较大幅度的改善，预计2021年中期经济增长、通胀的明显回升将有利于整体盈利的修复，同时也有利于市场风险偏好整体向上。不过，美股目前的估值相比于全球平均水平已经明显偏高，利率维持低位很难带动估值进一步提升，因此估值很难再成为推动指数上涨的主要动力，因此，盈利改善有望成为支撑美股的主要因素，对于部分盈利不及预期的行业，估值可能面临下修。

标普500 指数表现贡献分解



主要国家/地区CAPE 估值对比



资料来源：彭博、中信证券

美股：“温和派”耶伦获财政部长提名，或将利好拜登政策推进

- 我们预计在拜登上台后美国或能推出超市场预期的大规模财政援助计划，以支持疫情再度爆发下的美国经济。此外，耶伦若确认为财长，与美联储的协作也有望进一步加强，稳定资本市场信心。相比此前市场担忧的如伊丽莎白·沃伦等激进派成为领导人，这样的内阁团队将更易与共和党达成政策共识，有利拜登政策的推行与美国经济的稳步复苏。

拜登提名内阁团队人选及履历

职务	人选	经历
财政部长	珍妮特·耶伦	曾任美国联邦储备委员会主席，是美国第一位女性美联储主席。美国著名学府加州大学伯克利分校经济学及商学院教授。耶伦“鸽派”标签加身，相对更担心就业市场疲弱，经济增长乏力。她曾驳斥了财政赤字必然导致高通胀的看法，为宽松财政政策和货币政策的配合辩护。耶伦一直表示支持进一步的财政刺激措施，特别是对州和地方政府的援助。其履历及主张使得她被普遍认为是这一职位的“安全”人选，可能能够争取两党互相妥协，在经济困难时期弥合政策分歧。如果最终提名获得确认，耶伦将成为美国历史上第一位女性财长。
国务卿	安东尼·布林肯	曾任美国副国务卿。担任过拜登顾问数十年的布林肯在国家安全界享有盛誉，他以是务实的现实主义者和多边政策的坚定支持者而闻名。布林肯熟悉国际事务，或将提倡与中国在气候变化等议题上合作，但视中国为“竞争者”。他重视与盟友的合作和美国价值观的彰显。
国家安全顾问	杰克·沙利文	沙利文曾是希拉里·克林顿（Hillary Clinton）的最高助手；在奥巴马政府期间还担任拜登的国家安全顾问，在布林肯从副总统拜登的国家安全事务助理调职副国务卿后，他接替布林肯辅佐拜登。他此前曾说过，有效的美国外交政策植根于强大的国内民主制度。沙利文表示，拜登打算在他的第一任期初组织一次全球民主国家峰会，这是在领先的民主国家之间建立统一战线，以在俄罗斯等地反对蔓延的独裁统治的更广泛尝试的一部分。
国土安全部部长	亚历杭德罗·马约卡斯	2009-2013 年担任美国公民及移民局局长。2013-2016 年曾在奥巴马政府中担任国土安全部副部长。马约卡斯是首位被提名担任国土安全部部长的拉美裔移民。此前在特朗普执政期，国土安全部实施了严厉的边境政策，大幅削减美国合法移民及难民入境。如果马约卡斯的提名得到确认，他将负责改革和重建一个新的政治化和军事化的移民执法体系。
情报局局长	艾薇儿·海恩斯	中央情报局（CIA）的前副局长，也是奥巴马政府的国家安全副顾问。如果任命最终确认，她将成为领导情报界的第一位女性。
美常驻联合国代表	琳达·托马斯·格林菲尔德	格林菲尔德曾于美国前总统里根执政期间担任外交官，曾任美国驻利比里亚大使，并在 2013 至 2017 年期间担任负责非洲事务的助理国务卿。作为一名非裔女性，格林菲尔德出任美国常驻联合国代表，将有助于拜登兑现其建立多元化政府的承诺。
总统气候特使	约翰·克里	美国政治家，曾于 2013-2017 年担任美国第 68 届美国国务卿，且是 2004 年总统大选的民主党总统候选人。克里在拜登政府中的职位是新设立的，其所扮演的角色是什么尚知之甚少。在声明后克里发推文称，“美国很快就会有一个将气候危机视为国家安全威胁的政府，我很荣幸能与新任总统，我们的盟友以及气候运动的年轻领袖们合作，作为总统气候特使来应对这场危机。”

资料来源：CNBC、WSJ、中信证券

美股：民主党“横扫” 可能会加速美股风格由成长转向价值

- “统一政府”情形下，拜登此前一直强调的加税以弥补赤字所面临的阻力将有望减小，市场也开始预期拜登加税带来的负面影响。我们认为在此情形下拜登对企业和高收入人群的加税措施的概率有所上升，但并非拜登上台后的优先事项。考虑到美国当前的经济基本面受疫情影响仍大以及民主党可能仅以微弱优势赢得参议院控制权，拜登上台后2021年实质性推进企业加税的概率低，且加税仍是一个循序渐进的过程，预计短期负面冲击不大，但企业和个人加税的预期一旦形成将会对美股形成利空，尤其是高成长型科技企业的盈利。此外，考虑到民主党在参众两院仅以微弱优势赢得控制权，财政刺激政策之外的多数立法政策 (如最低薪资上调、科技监管、医疗与环境政策) 仍需要参议院多数票 (60 票) 通过，预计整体影响不大。

- 更大规模的财政刺激会对美股产生更直接的影响，有利于“再通胀预期”继续演绎 (更高通胀预期预示着周期性企业有更好的定价权)。加税预期的强化短期不利于美股，尤其是高成长型企业的盈利。由此可能会加速美股风格由成长转向价值。从行业板块来看，民主党政策组合可能对新能源、消费、基建有利，但对科技、传统能源、医疗等板块不利。

拜登的国内政策

国内政策	拜登
税收	将最高档的个人所得税率提高 2.6%至 39.6%，将企业所得税率从 21%提高到 28%；小时计最低工资水平由 7.25 美元提高至 15 美元
基建	计划 1.3 万亿美元的基建投资，主要用于支持清洁能源的研发、学校的建设，少部分资金会用于道路、桥梁的维修和建设
医疗	支持奥巴马的医疗改革并对它进行改进，进一步扩大医保的覆盖率；允许美国民众购买海外的处方药
教育	加大教育投入；支持落后地区；免除部分职业学院学费
能源	制定了一项“清洁能源革命“计划；预计未来 4 年投入 2 万亿美元，在 2050 年之前实现 100%清洁能源经济和净零排放
金融	声明支持政府对金融机构的监管，支持《多德-弗兰克法案》；总体态度相对温和，不支持恢复《格拉斯-斯蒂格尔法案》
科技	对科技企业提起反垄断诉讼，并进行调查
军工	不主张削减军费，保持海外人员部署

资料来源：拜登竞选网站、中信证券



商品／外汇

2020年商品金属走势如我们预期一致

我们于**7月11日 (当时金价于1,799美元) 的微讯文章预期金价将突破1,900美元，结果于7月24日已突破此水平，**并于8月7日升至历史新高2,075美元。





中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

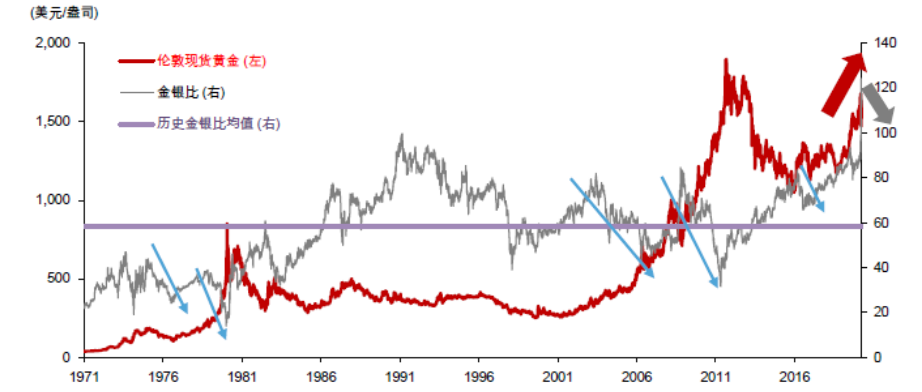
资料来源：中信证券

2020年商品金属走势如我们预期一致

白银：金价将持续上涨 危机后白银上涨空间更大

- **黄金具备中长期上行甚至突破历史高点的条件，预计2020年金价将再度突破1,700美元。**
- 目前金银比处在历史高位，之所以出现这种变化，原因是白银的工业属性强过黄金，白银的主要应用领域之一是半导体，亚洲在白银工业需求中占比接近六成，这一块受疫情影响明显。
- **待新冠肺炎疫情缓和，白银价格的弹性和上涨空间明显大于金价。**现时市场预测2020年价格为16.1美元/盎司。

过去几轮金银比高位之后的金价和金银比走势 (1971 年至今)



资料来源：彭博、中信证券

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

51

二季度金银比升至历史高位，我们**看好白银跑赢金价，结果大涨30%，**高于金价13%的涨幅。**全年涨幅更达48%。**

资料来源：中信证券

2020年商品金属走势如我们预期一致

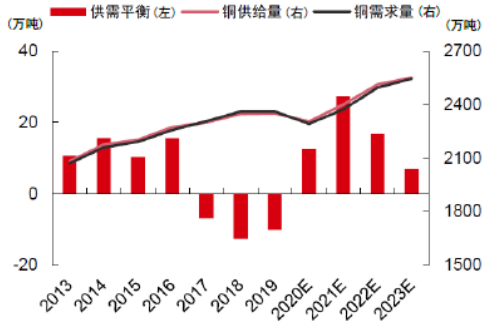
三季度我们**看好铜价，当季涨11.1%，**跑赢金价6%的升幅。**全年由跌轉升，涨幅达29%。**



銅：中长期看铜供需缺口将持续收窄

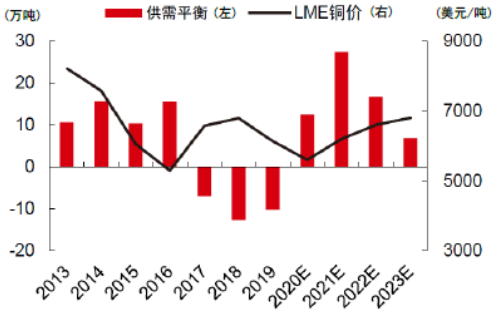
- 疫情期间铜价上涨主要来自流动性宽松和供需错配的支撑，我们判断未来铜价仍将保持强劲的因素包括：一) 流动性持续宽松；二) 全球55万吨显性库存处在历史低位；三) 南美疫情对于铜精矿供应的扰动。
- 需求端，内地家电消费及电力投资支撑铜消费回升，欧美制造业PMI触底回升将带动下半年铜需求量环比改善。供应端看，资本周期和疫情蔓延影响矿山产能建设，未来三年新增大型矿山项目有限。预计2020-2021年铜消费增速-1.7%/+5.2%，供需格局改善推升价格中枢至5,900/6,300美元/吨。

全球精炼铜供需平衡表



资料来源：Wood Mackenzie、中信证券预测

铜价与供需平衡的关系



资料来源：Wood Mackenzie、中信证券预测

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

49

资料来源：中信证券

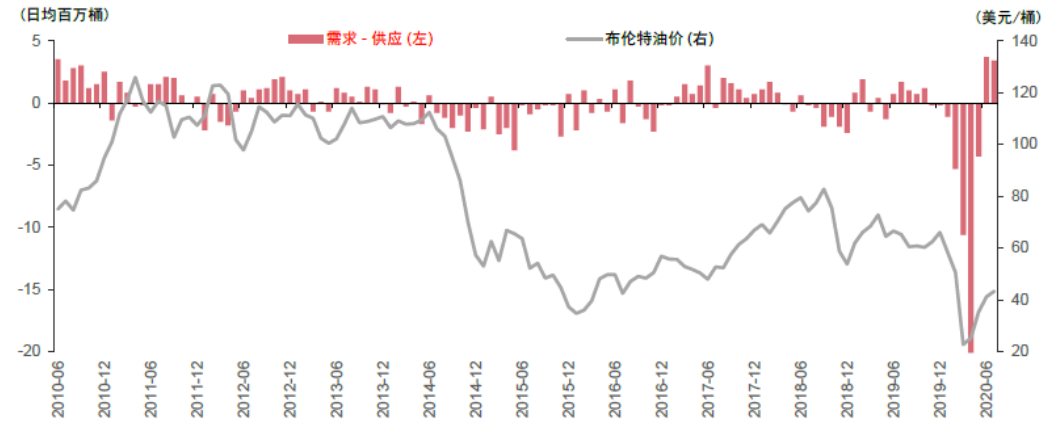
2020年商品金属走势如我们预期一致

原油：需求进入平台期 油价或震荡筑底

四季度我们建议**布油40美元下可逐步做多，**结果布油于**12月升破50美元。**

- **需求：**欧美疫情二次爆发，经济恢复承压，隔离政策或边际收紧。
- **供应：**OPEC监督委员会将额外减产期限延长至12月底，并重申遵守减产协议的重要性，阿联酋、伊拉克上报最新补偿减产计划。
- **近期调整较为充分，油价向下空间料有限，或震荡筑底，布油40美元以下可逐步做多。**

布伦特油价走势与全球原油供需关系



资料来源：彭博、Energy Intelligence Group、中信证券 截至31/7/2020

中信証券經紀香港 CITIC Securities Brokerage (HK)

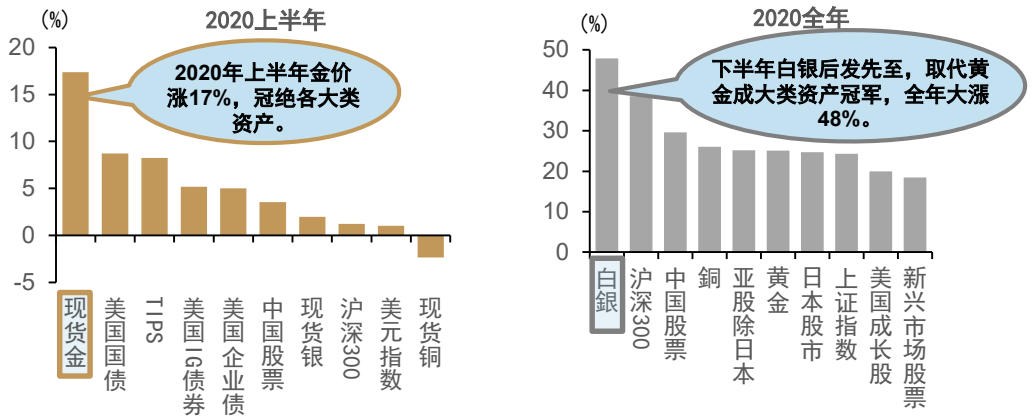
60

资料来源：中信证券

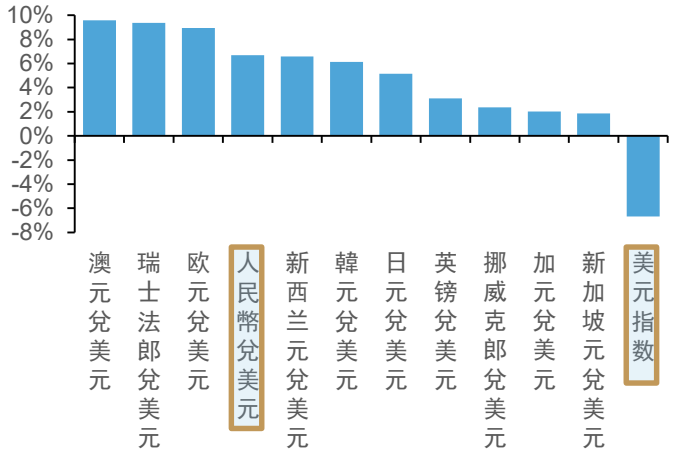
2020年白银后发先至 美元走弱人民币转强

- 由于我们预期美元弱、全球政治经济不确定性持续及实际利率下行将支持贵金属价格，2020年初我们一直建议配置黄金及白银。加上突如其来的新冠疫情，**上半年一如我们预期，黄金充分发挥其避险及货币属性，跑赢其他大宗资产。**
- 而白银由于其工业属性於去年早段曾跟随其他大宗资产急跌，但我们看到金银比已升至历史新高水平，因此仍建议投资者持续配置等待疫情缓和，白银价格弹性将大于黄金。结果到**下半年白银后发先至，取代金成大宗资产表现之冠。**

2020年上半年/全年各大类资产价格走势比较 – 只列头10名 (总回报/美元计价)



2020年全年外汇表现



- 于2020年我们预期人民币将由弱转强，美元则进入下降轨道。虽然人民币曾因疫情爆发而走弱，但我们坚定看好内地出色的疫情防控将使其走出经济困境，加上中美利差持续扩阔，**人民币终于在5月开始其大反弹，于12月时更升至近6.5关口，为两年年半新高，**而相对其他外币年度表现亦毫不逊色。
- 美元指数三月时虽曾因流动性危机一度急升，但我们认为疫情之后美国将持续低息环境，加上无限量宽及美国需要大量财政刺激性格刺激经济，美元指数将不能摆脱下降轨道，**結果美元指数在12月失守90关口。**

资料来源：彭博、中信证券　　截至31/12/2020

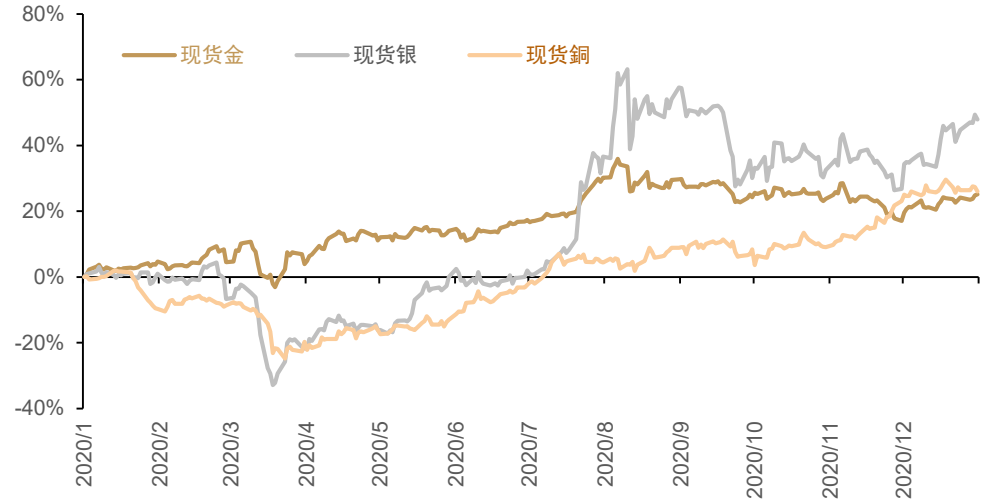
2020年商品金属表现回顾

- **黄金:** 2020年于新冠肺炎疫情开始大爆发期间，黄金的避险功能使其跑赢其他大类资产。**黄金是除美国国债及美元指数外，于去年一季度少数录得升幅的资产。**及后至疫情缓和，由于各国央行实施宽松货币政策，黄金转为发挥其货币属性，保持涨势，高位曾突破2,000元关口。及后至全球经济逐步恢复苏，疫苗的消息削弱了投资者对黄金的热情，带动金价从历史高位回落。

- **白银:** 虽然白银跟黄金一样属于贵金属，但2020年表现却有所不同，更有后发先至的感觉，**白银去年二季度开始升幅跑赢金价，这很大程度由于白银的工业属性及金银比从历史高位收窄。**由于金价在一季度受避险情绪带动逆市上升，而白银的工业属性导致其价格跟随其他基本金属下跌，令金银比进一步拉阔至历史高位，正如一条拉紧的橡皮筋一样，所以导致后期表现大幅跑赢金价甚至其他大宗资产。

- **铜:** 跟油价走势相似，受疫情影响影响需求，铜等基本金属2020年一季度低开。随着内地疫情自3月起基本受控带动需求恢复，加上海外需求自7月以来持续弱复苏，加上供应端受疫情扰动，全球大型铜矿集中在南美、非洲地区，疫情对该些地区的影响力较发达国家持续较持久，**因此供求失衡助力铜价2020年由跌转升，收复失地。**

2020年黄金、白银及铜价回报走势图

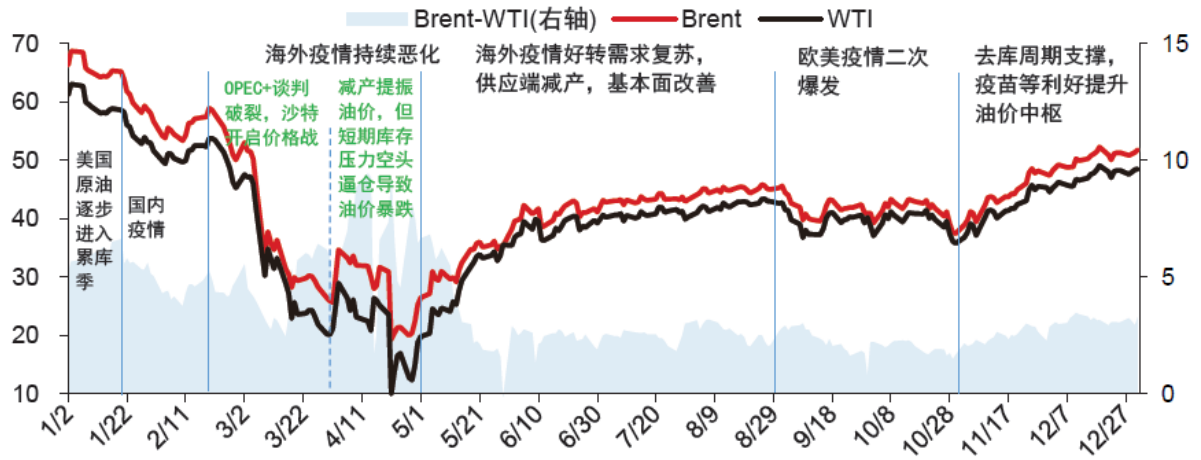


资料来源：中信证券、彭博　*截至31/12/2020

2020年油价表现回顾

- **原油:** 2020 年初海外新冠疫情相继爆发，严格防控措施和经济活动停滞导致全球需求大幅锐减，是本轮油价重回底部的主因。3月6日OPEC+首次减产谈判破裂，随后产油国开启价格战，引发市场恐慌，成为油价下跌的直接导火索，尽管4月12 日OPEC+达成史上最大减产协议一度提振油价，但海外疫情持续恶化背景下，**库存累积压力导致05合约在截止交易前遭到抛售，期货逼仓导致4月21日WTI 05 合约以创历史记录的-37.1美元/桶收盘。**4 月下旬以来，欧美国家陆续复工推动需求开始复苏，5 月起OPEC+严格执行减产，显著改善基本面，推动油价持续回升。11 月以来，欧美进入冬季取暖油旺季驱动的去库周期，**疫苗、货币宽松等利好消息不断提振市场对于需求复苏的信心，油价中枢持续上行，12月10日欧洲披露1.85万亿欧元购债计划，推动布伦特油价重回50元/桶之上。**

2020年以来油价走势及主要驱动因素



资料来源： Wind、中信证券 *截至31/12/2020

宏观经济转强及美元指数转弱支持大宗商品价格

- 如我们预期，受惠于工业需求恢复，铜等基本金属于2020年四季度表现亮丽，跑赢彭博商品指数(10.17%) 及白银、黄金等贵金属，录得16.21%涨幅。工业需求回暖亦带动具有工业属性的白银涨幅跑赢金价，四季度录得13.63%涨幅。而四季度金价则波动靠稳涨0.66%，疫苗研发进展超预期及较早前美国新舒困方案迟迟未能落实限制了其涨幅。至于油价，四季度我们建议布油40美元以下可逐步做多，结果受疫苗利好及减产放缓等消息带动，布油于12月突破50美元关口。总结去年四季度商品表现仍然乎合我们预期，而今年一季度我们预测的商品走势预测如下:
- **原油:** 需求复苏和货币宽松有望助推油价持续回升，**供应端收紧程度或超预期。**
- **铜: 工业品需求回暖，**铜等基本金属也将受益于通胀抬升而上涨。
- **白銀:** 全球经济回暖下的**工业属性**对白银价格有明显支撑。
- **黄金:** 长期看，弱美元格局形成的大背景下，**2021年将是通胀推升金价上行的关键时期。**
- **按照年度均价，预计价格涨幅由高到低依次为：原油、基本金属、贵金属。**

黄金、白银、铜及原油价格2021年一季度投资策略

强

弱

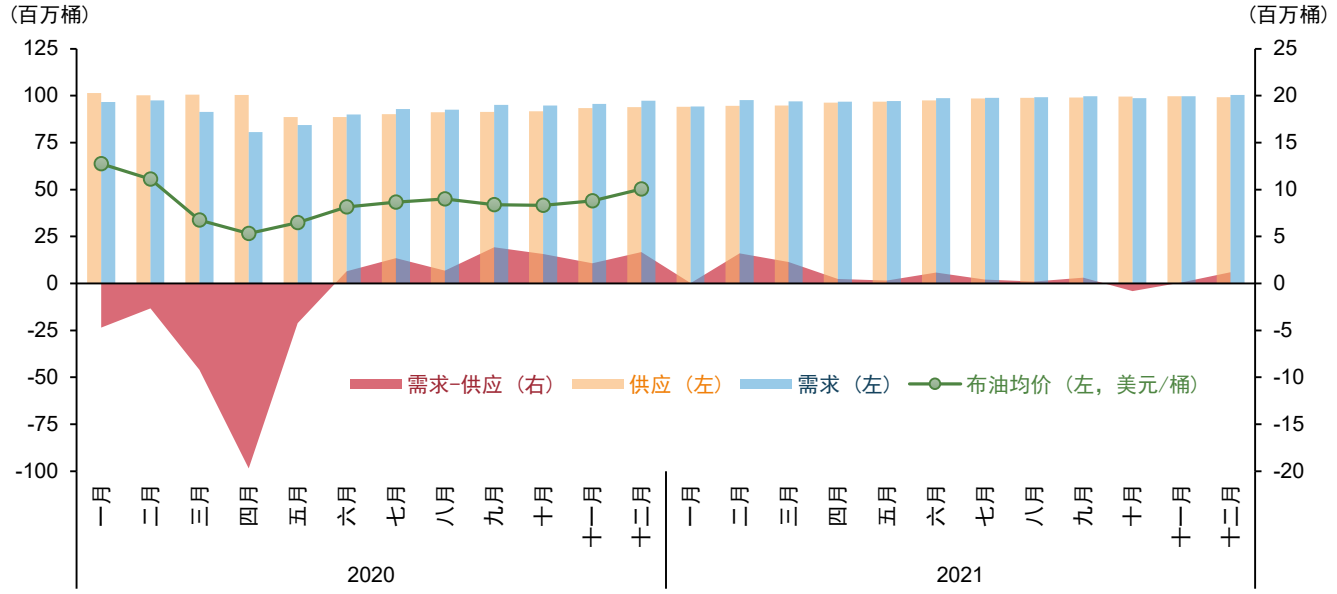
品种	单位	最新价格*	去年四季度涨幅	2020年涨幅	2021年一季度投资建议
布伦特原油	美元/桶	51.80	26.50%	-21.52%	布油50美元以下可继续做多。
LME 现货铜	美元/吨	7,749.00	16.21%	26.02%	少量参与，逢低做多。
伦敦现货白银	美元/盎司	26.40	13.63%	47.89%	收益率或大于黄金。
伦敦现货黄金	美元/盎司	1,898.36	0.66%	25.12%	少量参与，逢低做多。

资料来源：彭博、中信证券 *截至31/12/2020

原油：疫苗提振信心叠加减产预期

- **需求：**流动性宽松和疫苗利好显著提振需求。
- **供应：**供应端的收紧有可能成为2021年及之后油市基本面的超预期事件。
- **利好逐步兑现，短期关注欧美国家新一轮封城进展和潜在增产风险。**在需求端逐步复苏及OPEC+持续强力减产支撑下，预计2021年布油中枢55-60美元/桶，坚定看好中长期油价持续回升。

2020年布伦特油价走势与全球原油供需关系

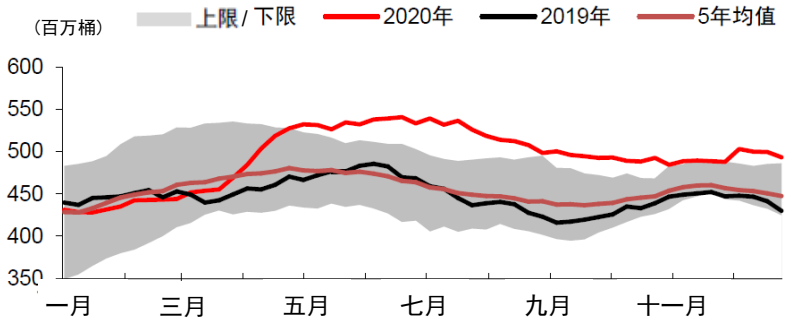


资料来源：美国能源信息署 、中信证券 *2020年12月后为预测数字 截至3/12/2020

美国原油库存：回落至五年区间附近

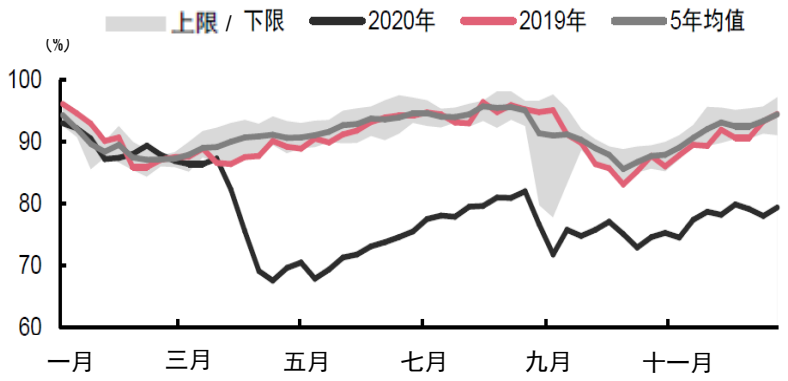
- 自7月开始，原油库存开始呈下跌趋势。
- 取暖油旺季带来的去库周期提供基本面支撑。从基本面角度来讲，通常北半球冬季取暖油旺季下的去库周期始于11月6-8日，结束于1月16-20日。
- **需求持续复苏和海外经济刺激政策落地导致的货币宽松环境有望接力冬季去库周期，持续推动油价回升。**

EIA全美商业原油库存



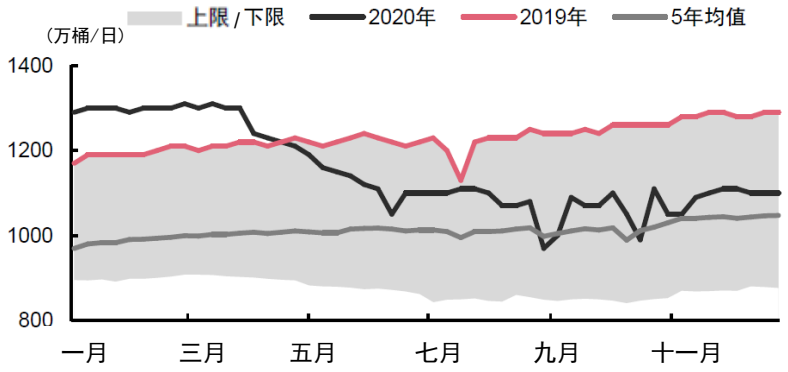
资料来源：Wind、美国能源信息署 、中信证券　截至25/12/2020

美国炼厂开工率



资料来源：Wind、美国能源信息署 、中信证券　截至25/12/2020

美国原油产量

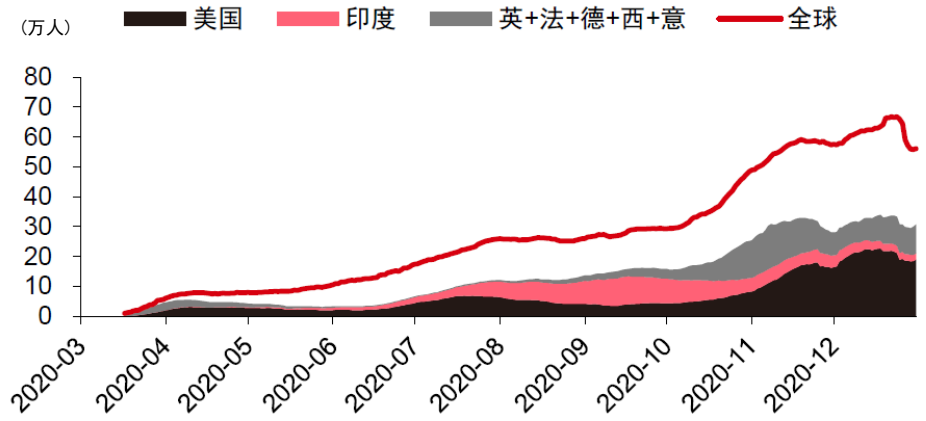


资料来源：Wind、美国能源信息署 、中信证券　截至25/12/2020

原油需求：疫苗提振信心 但

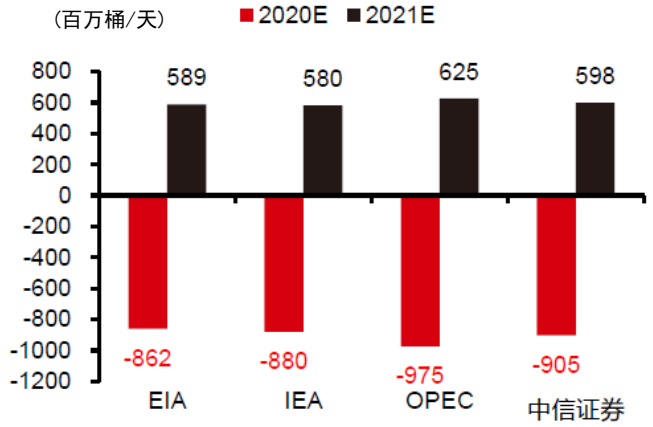
- 截至2020年12月31日当周， 全球新冠肺炎日新增确诊约56万人 (周平均)，增速有所放緩。
- 短期关注欧美国家新一轮封城进展和潜在增产风险。英国变种新冠病毒危机继续发酵，欧美已采取或可能采取的严格防控措施可能会导致短期需求缩减，**疫苗研发及投放市场进度将成为影响需求复苏的主要因素。**
- 随着更多疫苗的研发取得成效并逐步投放市场，预计疫情对原油需求的压制将加速消退，**需求有望在1-2年内恢复到疫情前水平。**
- 展望2021年，预计疫苗仍很难在2021年内完全解除疫情，疫情对经济和原油需求的拖累料将持续存在，**我们预测2021年全球需求相比2019年下降约308万桶/天，需求有望在2022年恢复至疫情前水平。**

全球新冠肺炎日新增 (7日移动平均)



资料来源：Wind、中信证券 截至31/12/2020

机构预测2020-2021年全球需求较2019年变化

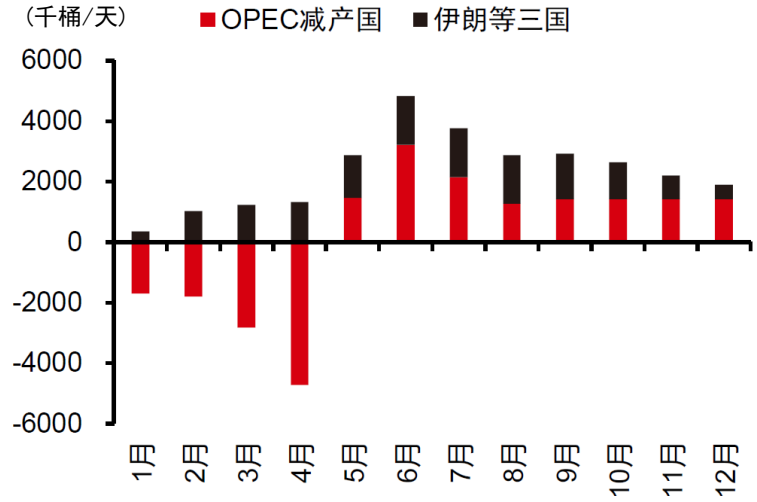


资料来源：EA、EIA、OPEC、中信证券

原油供应：2021

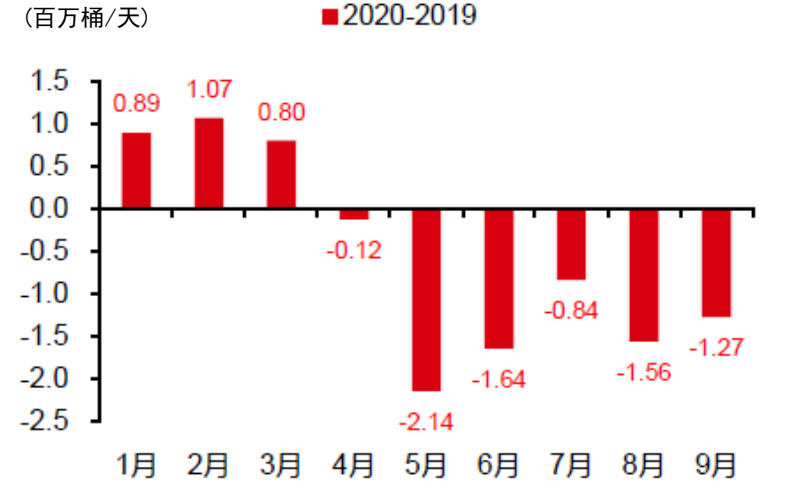
- 从供应端来看，12月3日OPEC+决定将该组织2021年一季度的减产额度由原定的580万桶/天扩大至720万桶/天，**产油国将每月开会检讨产量，每次减产放宽数量不高于50万桶，节奏将比原计划更为缓慢。今年1月OPEC+会议，沙特意外自愿减产，OPEC+维持2月及3月整体产量不变，持续支持油价涨势。**另外，美国页岩油产量规模或会在政策或债务压力下继续收缩。
- 展望2021年，巴西、挪威、圭亚那产量仍在不断增加，委内瑞拉和利比亚产量开始回升，**2021年供应端 (OPEC+和美国) 减产料仍将是影响油市基本面的关键因素。**
- 从更长周期的角度来看，2014年以来低油价导致的低资本开支导致全球原油供应潜力不足，2022年前后基本面可能呈现供不应求的状态。

2021年OPEC产量同比2020年变化



资料来源：OPEC，中信证券预测

美国原油产量同比

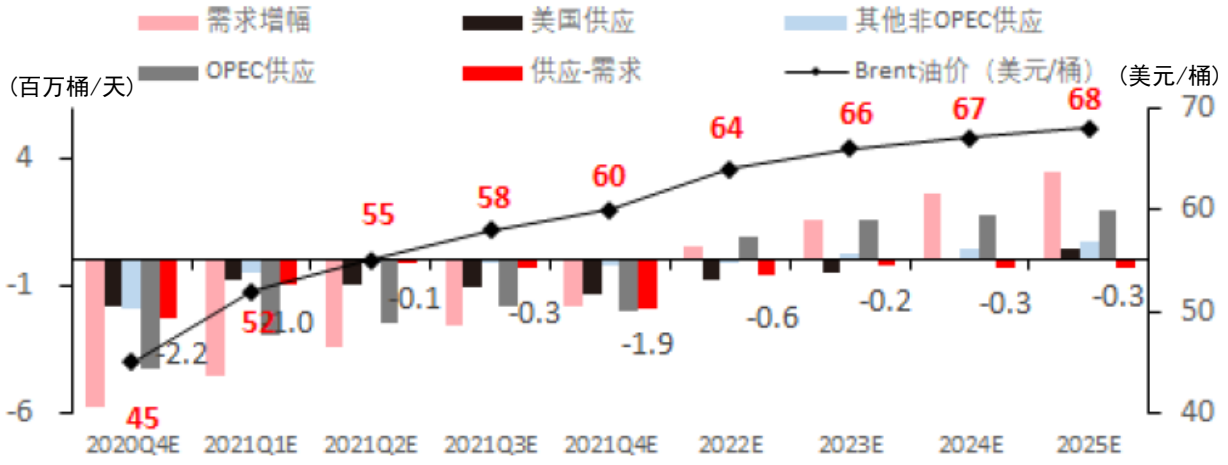


资料来源：美国能源信息署，中信证券预测

原油：看好中长期油价持续回升

- **预计2021年布伦特油价中枢55-60美元/桶，坚定看好中长期油价持续回升。**短期冬季取暖油旺季带来的去库周期仍能为油价提供支撑，但当前海外疫情形势仍严峻，如无利好消息刺激，短期油价仍存波动可能。中期来看，2021年需求难以完全恢复，但OPEC+、美国等减产料仍将推动库存逐步回落至疫情前水平，中性假设下，我们预测2021年需求仍会逐步复苏，2021年需求同比2019年减少308 万/天，供应端OPEC+较好执行580万桶/天的减产，伊朗等三国增产至400万桶/天，美国维持1,100万桶/天左右的产量，加拿大产量有所恢复，巴西、挪威、圭亚那等其他非OPEC+国家继续增产，预计2021年OPEC、非OPEC国家产量相比2019年分别-230、-126万桶/天，合计-356万桶/天，油市基本面的脆弱平衡同时受到需求复苏和供应端减产的影响，但供应端压力远小于2020年，看好油价中枢上行至55-60美元/桶。

全球原油供需及布伦特油价中枢预测



资料来源：中信证券预测　注：需求和供应均为相较2019年同期的增幅

铜: 今年铜价料将偏强运行

- 我们判断未来铜价仍将保持强劲的因素包括：

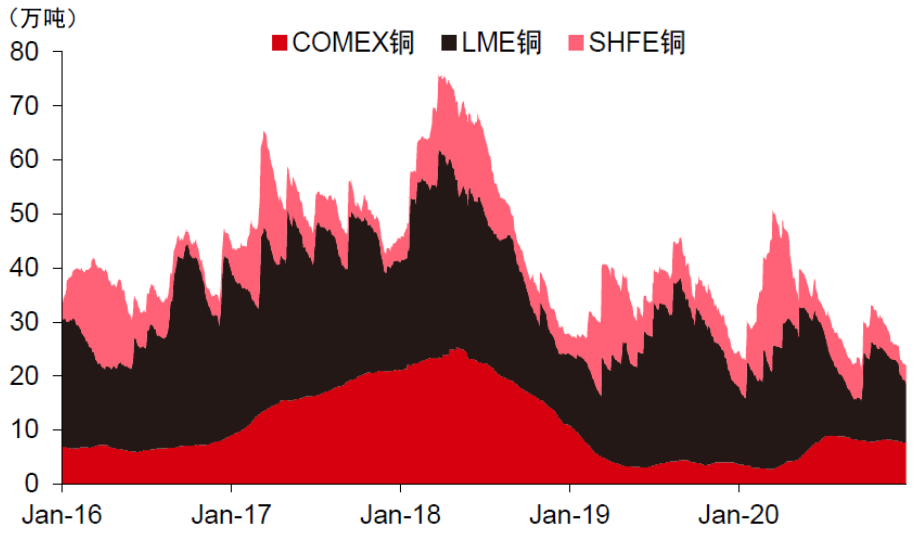
  一) 中国经济强劲复苏，疫苗有望推动全球经济活动加速复苏 (需求端)；

  二) 疫情对矿端扰动仍在，长期影响或超预期 (供应端)；

  三) 宽松预期压制美元指数偏弱震荡。

- **全球显性库存均处历史低位水平，**截至12月31日，三大交易所库存已降至21.90万吨，伦铜库存仅10.80万吨，低库存及高注销仓单比例带来的持续去库预期给予铜价支撑。

全球三大交易所库存

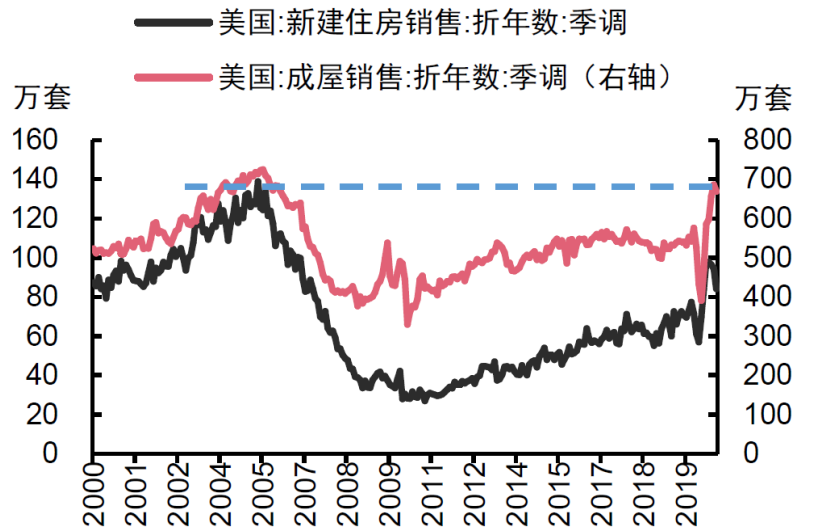


资料来源： Wind、中信证券 截至12月31日

铜需求：疫苗有望推动全球经济活动加速复苏

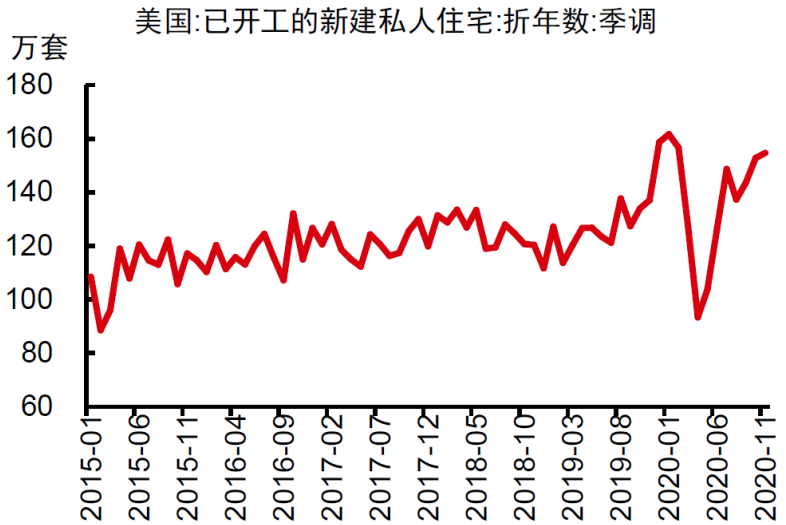
- 疫苗接种的乐观情绪提振了对全球经济增长和金属需求反弹的预期。
- 美国居民收入因为财政救助计划短期不降反增以及抵押贷款利率不断走低，美国新屋、成屋销售创下2008 年以来新高。以当前销售速度，**美国成屋存量仅相当于2.3个月的供应量，后续料将面临补库需求。**
- 欧洲和美国汽车销量自二月以来均呈回暖趋势。铜用于电动汽车的电动机和电线，而新能源汽车使用铜量是传统燃油车的四倍，**欧洲政策强力推动新能源车消费，利好铜需求增长**。

美国成屋销售已超过2006年高峰时期的90%



资料来源： Wind、中信证券

2020年美国已开工的新建私人住宅创下2007年以来新高

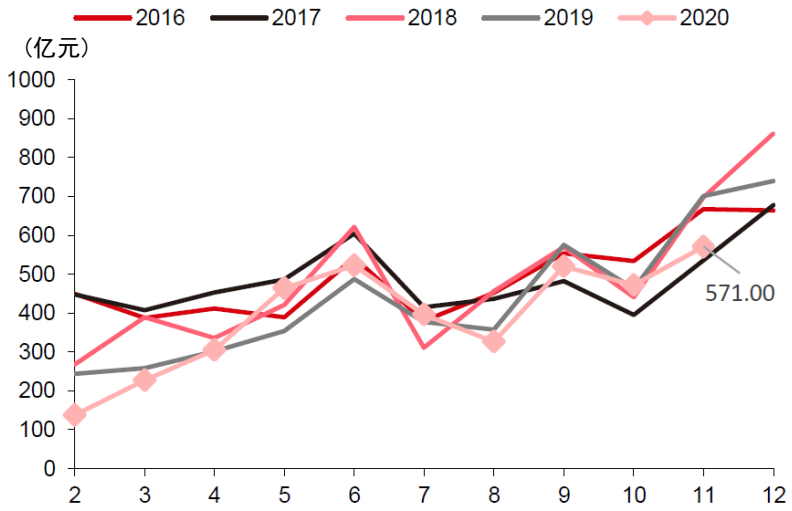


资料来源： Wind、中信证券

铜需求：中国经济强劲复苏 终端消费亮点突出

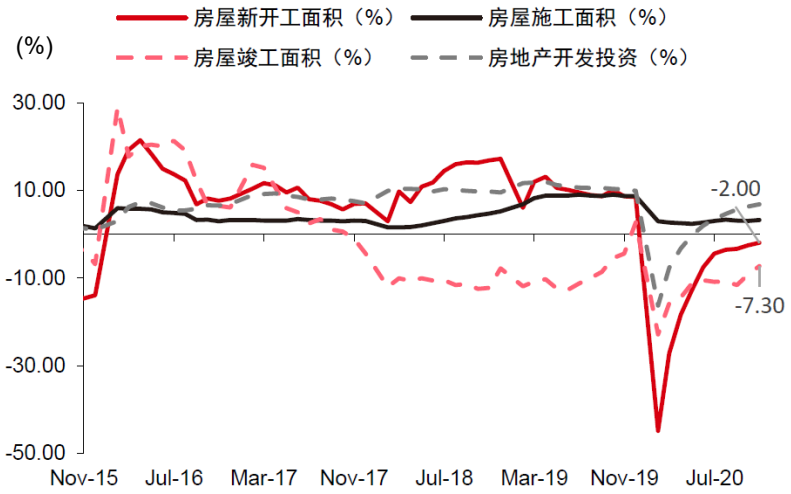
- **中国铜消费量占全球一半，**中国转向可再生能源系统很可能成为推动铜需求增长的主要因素。
- 预计“十四五”期间国家电网年投资额保持在4,000亿元以上。
- **房屋竣工面积在销售周期拉动下有望恢复正增长**，家电等后周期属性消费持续增长。
- 跟据中汽协的数据，11月内地汽车/新能源汽车单月产量增速同比增长8.1%/99.0%，**预计2021年汽车/新能源车产量分别同比增长10%/50%，成为带动铜需求增加的重要因素。**

四季度开始电网投资明显提速



资料来源： 上海有色网、中信证券

地产竣工将延续疫情前的回暖趋势



资料来源：Wind、中信证券

铜供给：疫情对矿端扰动仍在

- 全球大型铜矿集中在南美、非洲地区，其中，智利、秘鲁铜矿产量占比高达40%。**受到南美、非洲等矿产国的疫情影响，矿山生产运营被阻、效率降低，預期短期铜矿产量仍受干扰。**
- **全球新增大型矿山项目有限，未来三年产能增速持续下滑。**根据Wood Mackenzie数据，2021-2023年全球铜矿产能增量分别为158.0/78.4/53.6万吨，总体呈现逐年下滑趋势。Spence、Timok、卡莫阿等铜矿新增投产将对明年下半年供应端形成较大压力，但疫情对企业资本开支、矿山生产进度等影响存在不确定性，预期全球铜矿产量偏紧格局将仍将持续。

2020-2025年全球铜矿新增产能 (单位：万吨)

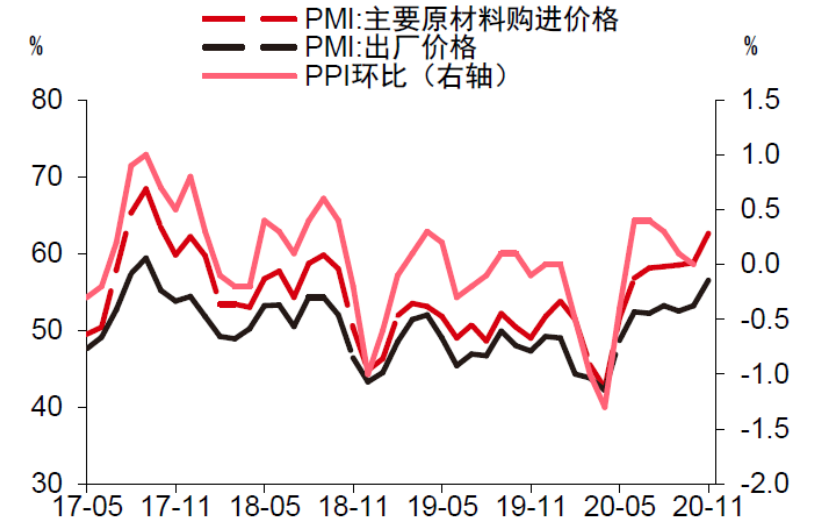
类别	矿山项目	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
新建矿山	Spence	0.0	11.5	5.5	1.5	0.0	0.0
	Chuquicamata Underground	5.0	9.5	10.0	9.0	3.5	1.0
	Mina Justa (Marcona)	0.0	9.0	0.8	-0.8	-0.6	-3.5
	Carrapateena	2.3	5.8	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2
	Timok	0.0	2.0	11.5	1.0	-1.6	-2.7
	Kamoa-Kakula	0.0	5.0	20.0	10.0	3.5	-3.5
	合计	33.3	76.5	83.4	78.2	30.9	-0.7
矿山扩产	PT Freeport Indonesia	6.2	31.2	8.9	5.2	-4.2	3.6
	Other Chinese Mines	-2.7	2.7	4.5	2.0	0.0	0.0
	Chuqui Radomiro Tomic	2.1	8.3	-1.1	-0.2	-2.7	-2.4
	Toromocho	-1.0	5.5	0.0	0.0	-0.5	-0.5
	Oyu Tolgoi	0.9	3.0	7.9	18.6	13.3	3.9
	合计	18.7	65.1	30.7	39.6	25.6	10.7
关闭矿山		-34.8	-34.8	5.8	-36.4	-45.6	-66.7
减产矿山		-20.1	-20.1	10.6	0.7	-18.6	-8.7
总计		-2.9	158.0	78.4	53.6	-19.0	-66.4

资料来源： Wood Mackenzie、中信证券

铜：宏观和基本面预期均支撑铜价偏强运行

- **宽松再加码，**预计铜价仍将偏强运行。美国国会通过8,920亿美元新冠援助法案，宽松预期压制美元指数偏弱震荡。
- **内地经济持续修复拉动下游需求淡季不淡，**供应端在疫情得到控制后持续恢复状态，但南美矿端生产仍面临偏紧局面。
- 随着2021年下半年供应压力增加，我们预计全年价格节奏将呈现前高后低的趋势。2021年新增产能压力集中在下半年，**因此预计上半年在矿端供应偏紧、需求恢复的情况下支撑铜价偏强运行。**

内地供需循环持续改善 拉动价格指数上行



资料来源：Wind、中信证券

美元指数与LME铜价呈反向关系

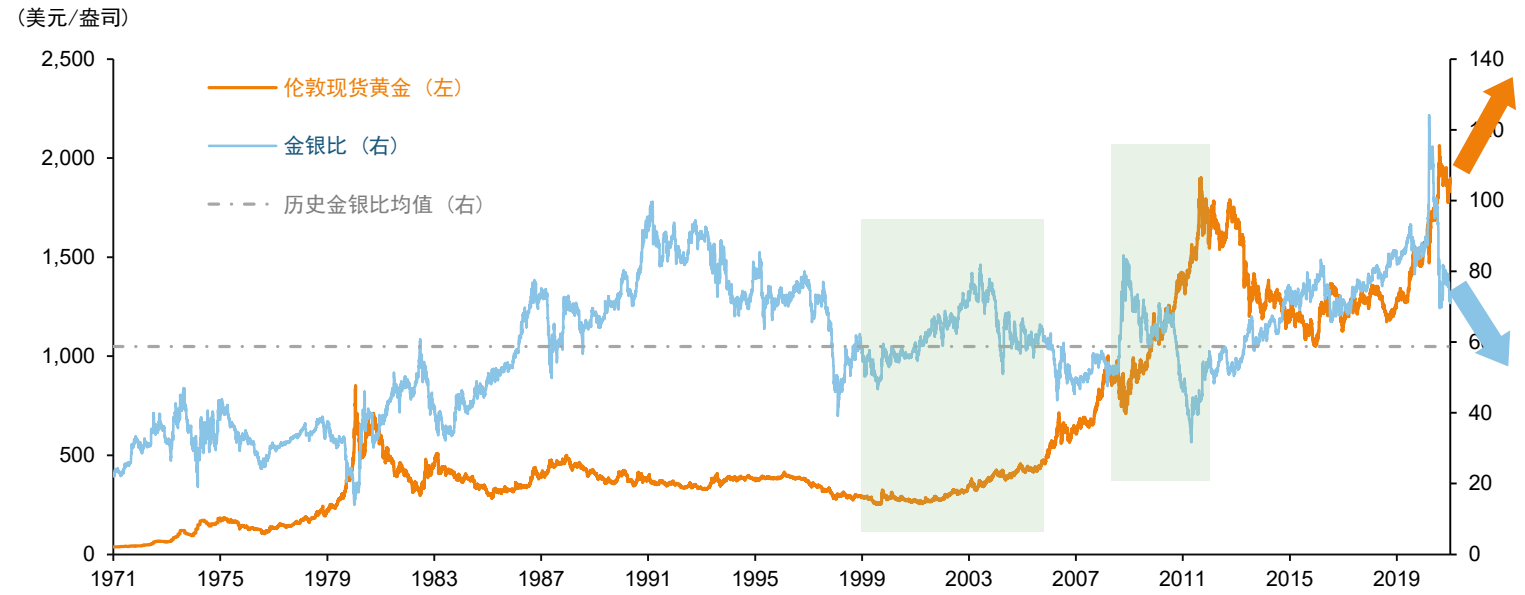


资料来源：彭博、中信证券 截至31/12/2020

白银：金银比仍有下行空间

- 去年三季度，在金价稳定上扬突破历史新高之际，金银比于历史高点回落，说明银价的涨势远大于金价。随着金银比以几乎垂降的方式跌至70附近水平，金银比短时间下降的速度过快，因此有所修正。**现时金银比仍处高于历史水平，因此仍有下行空间。**
- 大规模疫苗接种的启动标志着疫情结束阶段的开始，**全球经济回暖下的工业属性对白银价格有明显支撑。**

过去几轮金银比高位之后的金价和金银比走势 (1971 年至今)



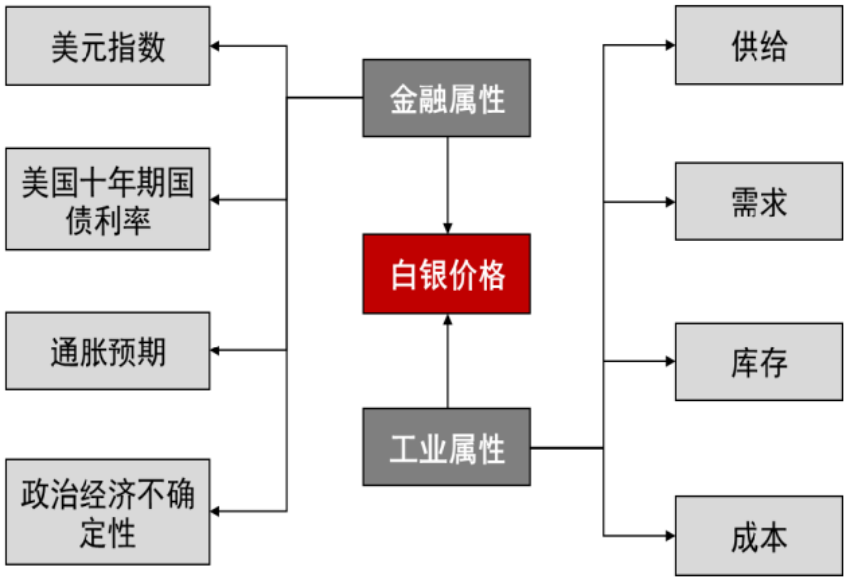
资料来源：彭博、中信证券　截至30/9/2020

白銀：具有商品属性和金融属性

- 白银作为商品原材料，主要应用于电子电器、光伏等工业领域，其次是银币、银器等；此外，白银具有跟黄金一样的金融属性。二者共同决定白银价格。布雷顿森林体系解体后，历史上的白银价格相较于金价呈现明显的高波动性。**白银价格两次大的上涨机会，均呈现出金银比的明显回落。**

- **需求端看，白银工业需求占比较大，光伏等新能源领域快速发展引领需求增长。**白银在光伏产业的应用主要是电池片的正银和背银，但由于白银成本相对高昂，光伏行业一直致力于通过工艺技术的改进，来节约白银的使用，但我们发现单位光伏用银量的降速在不断降低，一方面白银作为导电性最好的金属，其对保持或提高光伏电池的性能在一定程度上具有不可替代性，另一方面，随着光伏发电的平价时代到来，进一步降低白银使用量来控制成本的动力不断降低。

白银定价体系主要包括金融和工业属性

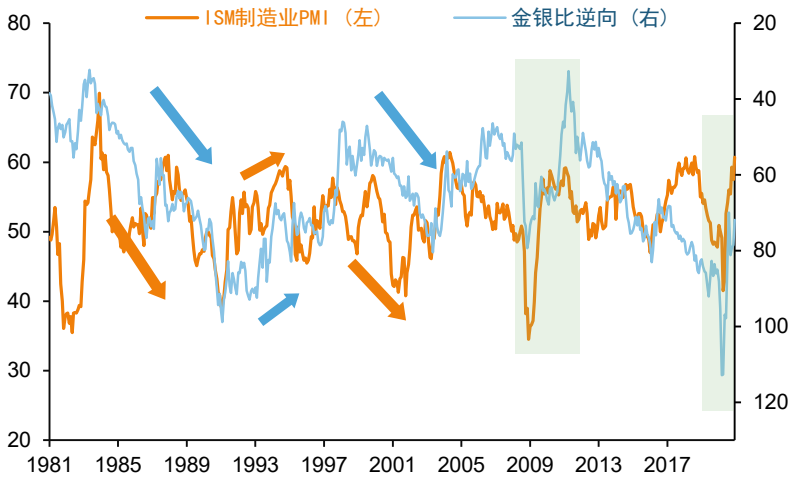


资料来源：世界白银协会、中信证券

白銀：持续关注中长期投资机会

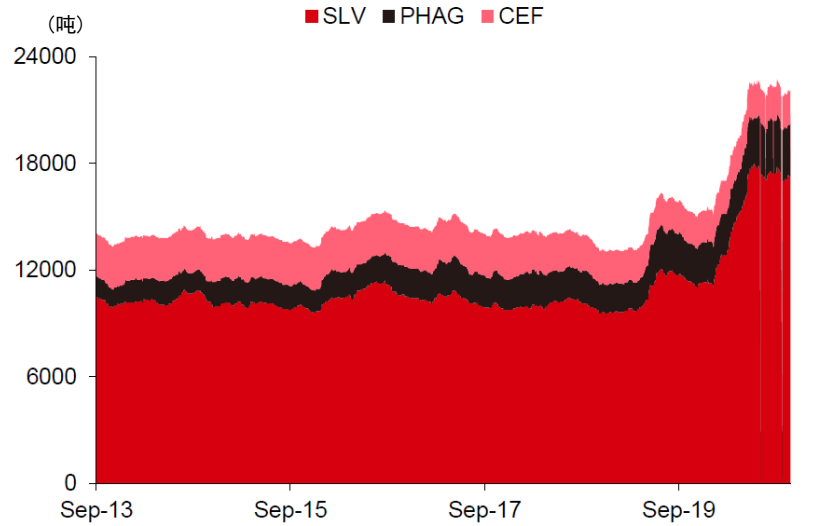
- **全球加大流动性刺激，供需属性效果逐渐显现。**全球央行持续加码货币宽松政策，各国政府加大财政刺激力度，预计将加大未来几年的白银工业需求。
- **关注白银中长期的投资机会。**全球经济回暖下的工业属性对白银价格有明显支撑，关注美国制造业PMI与金银比的同步趋势，预计中长期白银价格弹性更大，金银比有望回归历史中枢值，投资于白银的收益率或大于黄金。

美国制造业PMI和金银比走势



资料来源：Wind、中信证券 截至31/12/2020

白银ETF持仓量持续上升

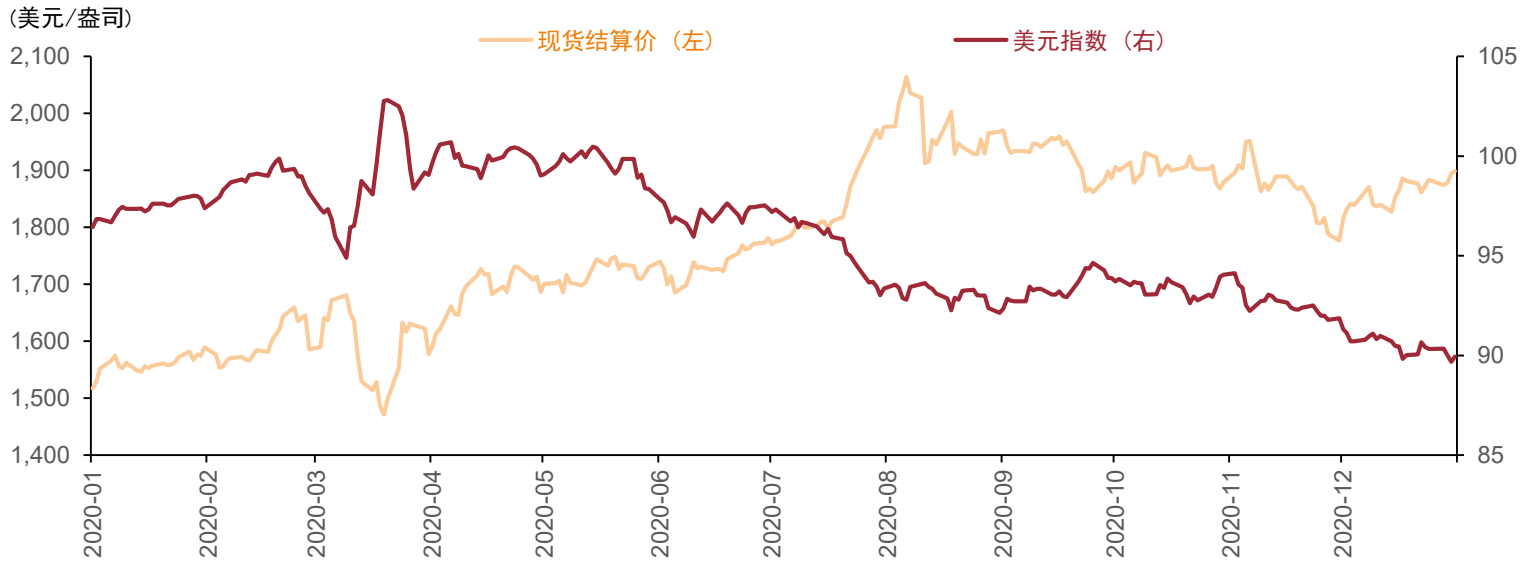


资料来源： Wind、中信证券 截至31/12/2020

黄金: 2021年将是通胀推升金价上行的关键时期

- 美国国会通过8,920亿美元纾困法案，拜登上台之后的“财政货币化”趋势也有望进一步强化，民主党“横扫”国会意味着更大规模的财政刺激计划成为可能，**货币超发持续冲击美元信用体系。**
- 通胀預期上升，实际利率持续低位对金价有明显的支撑作用。
- 从货币属性角度看，明年美元指数趋势走弱的概率较大，支持金价。
- 从大类资产配置的角度看，**全球央行开启零利率时代，负利率债券规模料将进一步扩大，流动性宽松周期加强了黄金作为大类资产的配置属性。**

2020年国际金价走势

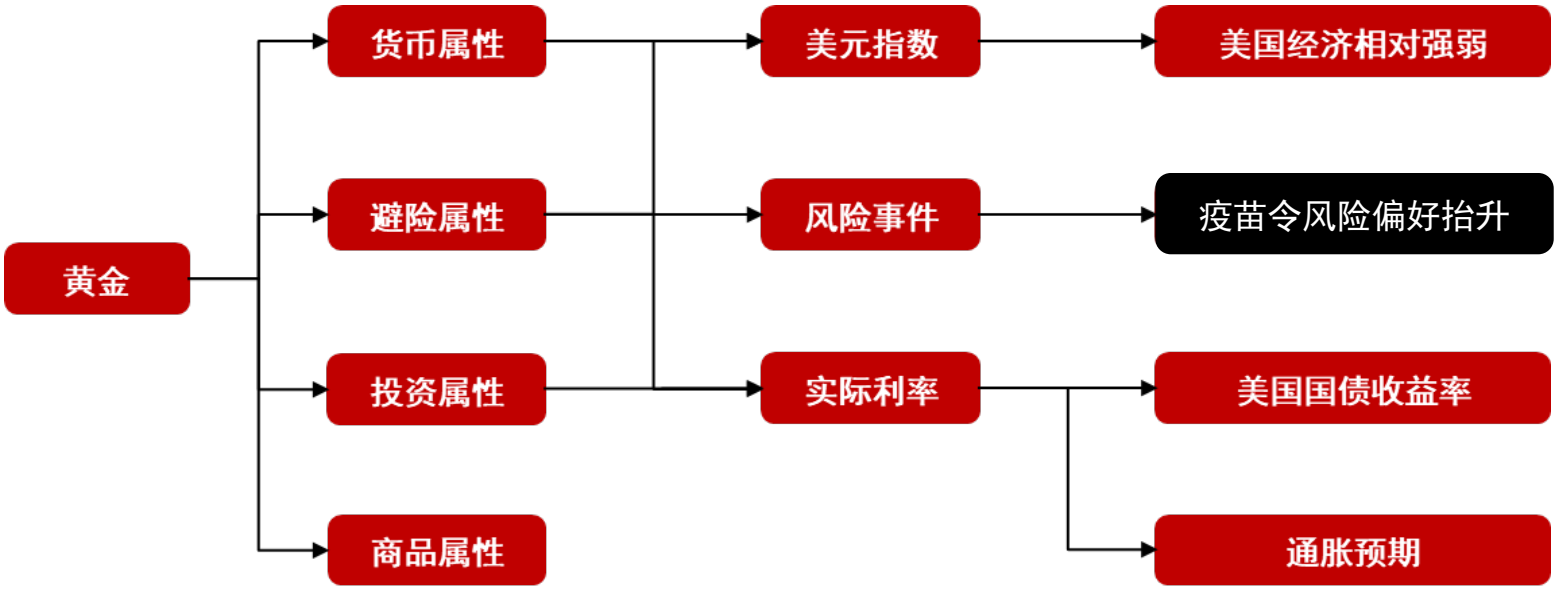


资料来源：彭博、中信证券　截至31/12/2020

黄金：三大属性影响金价走势

- 货币属性：预计欧美增速差和政策差的收敛将带动2021年**美元指数继续下行。**
- 投资属性：财政刺激计划或超预期，经济修复前景刺激通胀预期持续回升至2%附近，**实际利率持续低位对金价有明显的支撑作用。**
- 避险属性：**短期仍需注意疫苗利好带来的风险偏好进一步抬升对金价的压制。**

黄金的三大金融属性影响金价走势

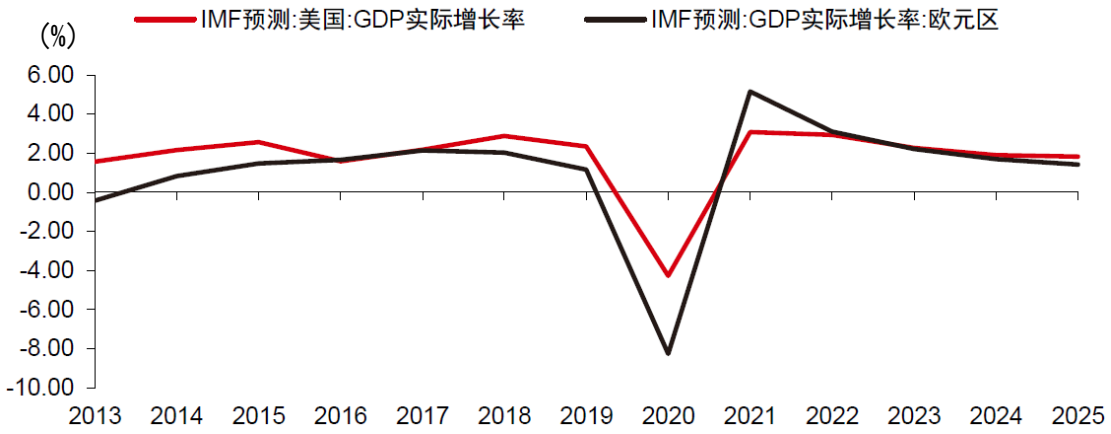


资料来源：中信证券

货币属性：明年美元指数趋势走弱的概率较大

- 从美元指数的构成来看，欧元兑美元影响较大，权重占57. 6%，而**欧美经济相对强弱为影响欧元兑美元的重要指标。**
- **欧央行的加码宽松不会带来欧元走弱，**扩表工具集中于对疫情冲击的实体和金融领域的定向支持，将有利于欧洲经济的修复和通胀目标的回升。
- **明年正式落地的欧盟复苏基金计划是欧盟迈向财政一体化的重要一步，**将会对欧元区、特别是受疫情冲击较严重的国家和地区经济带来明显提振。
- 全球主要经济复苏节奏由美国领先转为同步复苏，同时在经济修复的背景下如欧元区等主要经济体货币正常化脚步加快，**增速差和政策差的收敛动美元指数大幅走弱。**

IMF预测未来美国和欧元区经济增速



资料来源：Wind 、中信证券　截至12月21日

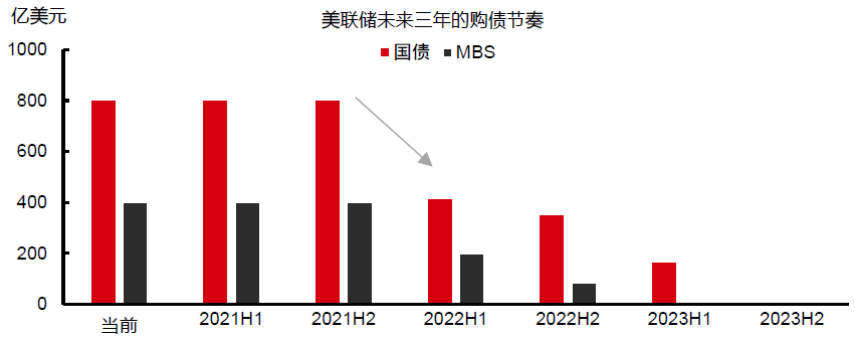
投资属性：美联储宽松延续

- **美国国会通过8,920亿美元纾困法案。**虽然8,920亿美元的规模较最初民主党预想的2万亿美元大打折扣，但这可能已经是眼下能取得的最好结果了。拜登上台之后的“财政货币化”趋势也有望进一步强化，同时民主党控制参众两院完全控制意味着更大规模的财政刺激计划成为可能。

- **“统一政府”时期的财政赤字率将明显更高。**近40年来，美国只有十年出现过类似“统一政府”的情形，即总统和参众两院完全由同一党派控制。而“统一政府”时期的平均财政赤字率要比其他时期高出1个百分点。

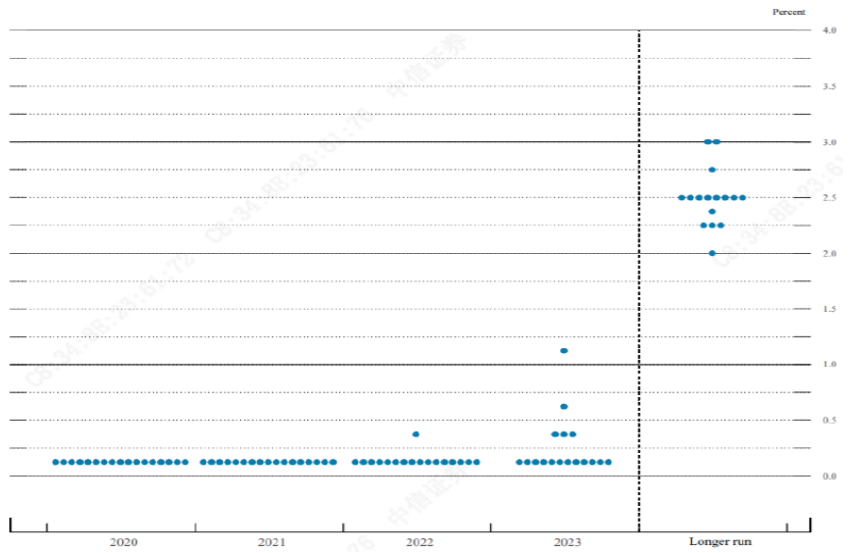
- **美联储资产负债表维持在7万亿。**截至12月16日，美联储资产负债表规模超7.3万亿，继续购进美国国债和MBS，量化宽松政策仍在持续，预计短期疫苗推出不会导致政策转向。另外，欧央行增加疫情紧急资产购买计划 (PEPP) 规模5,000亿欧元至总规模1.85万亿欧元，同时延长PEPP 购债期限至2022年3月底。全球量宽持续，金价将续受支持。

2020年3月以来美联储各项资产分项累计贡献



资料来源: 美联储、中信证券预测

美联储公布的12月点阵图显示，2023年之前都不会考虑加息

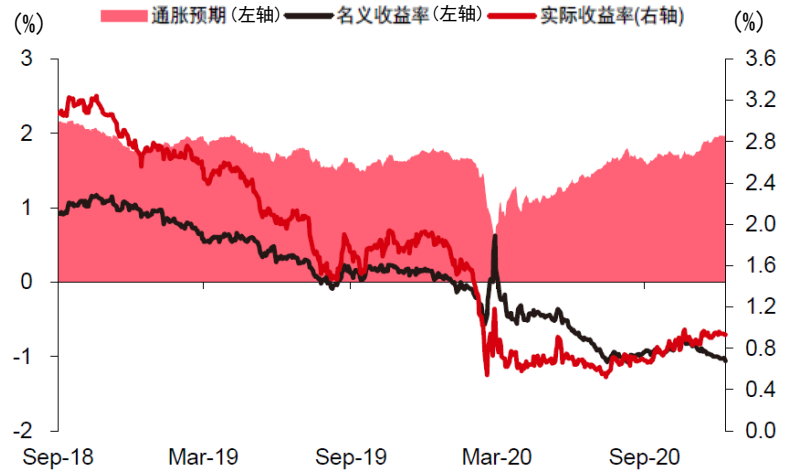


资料来源：美联储、中信证券

投资属性：财政政策预期再起

- **通胀预期受油价回升出现明显恢复。**近期美国十年期国债收益率趋于稳定，通胀预期逐步回升，对应美国的实际利率在-1%附近震荡。
- **展望后市，实际利率仍有下行空间支撑金价。**美国政府债务和财政赤字率的压力对于十年期国债利率有明显压制，预计未来一段时间内将处在1%以下的较低水平运行。随着美国总统权利平稳交接，财政刺激宽松持续导致经济复苏和大宗商品价格抬升，美联储调整通胀目标料将会对通胀水平有明显修复，这对实际利率有明显压制，预计未来一段时间通胀预期回升仍是支撑金价重要因素。

实际利率在-1%附近震荡



资料来源：Wind、中信证券

金价走势与实际利率走势密切相关

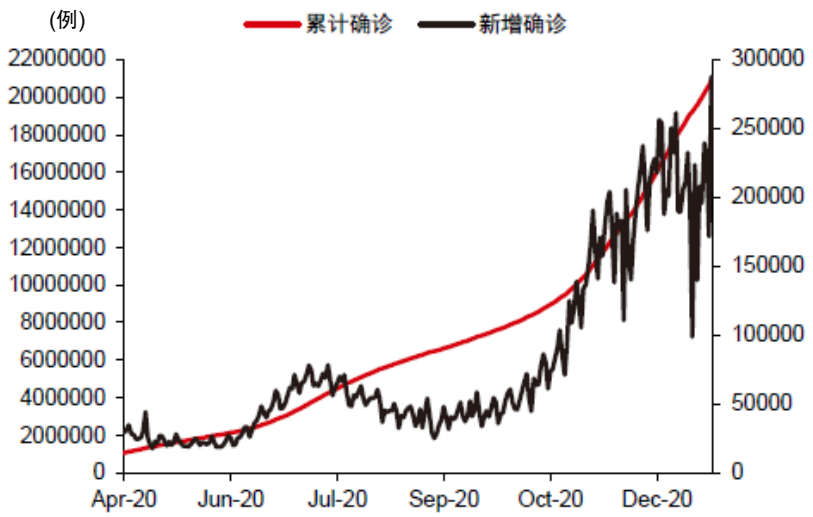


资料来源：彭博、中信证券　截至12月31日

避险属性：疫苗进展提振风险偏好

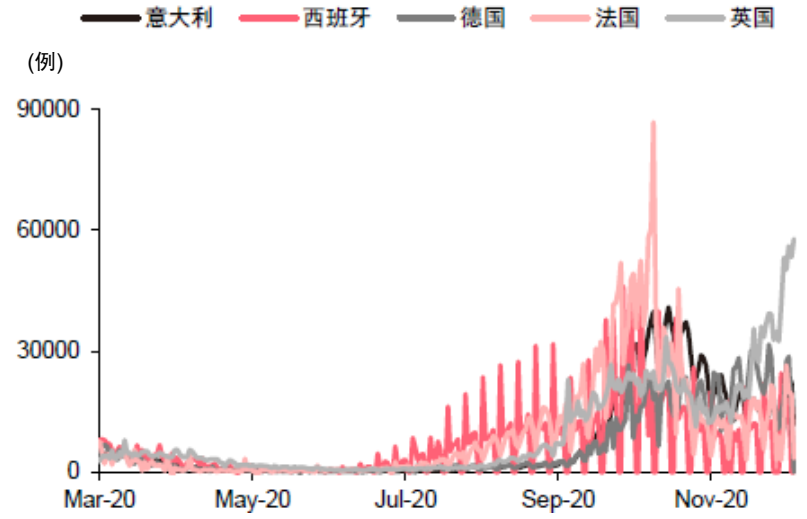
- 近期美国新增确诊病例出现上行趋势。截至1月2日，美国日新增疫情确诊病例超28万人，累计确诊病例2090万人。欧洲多国日新增确诊人数再次急剧增加，疫情连续反弹影响复工节奏，對金价利好。
- 但中期看，欧美疫苗研发接连获得突破，使得市场对经济复苏的前景有了期待，**预计短期内若疫苗获批、量产，将提振市场风险偏好，将会压制黄金等避险资产的表现。**

美国疫情新增确诊人数持续增长



资料来源：Wind 、中信证券　截至1月2日

欧洲疫情新增人数出现再次反弹

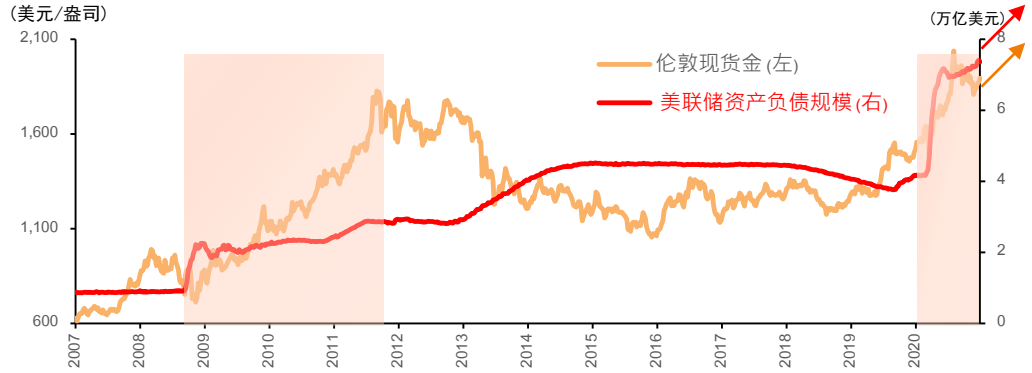


资料来源：Wind 、中信证券　截至1月2日

黄金：金价正於2-3年的上行期

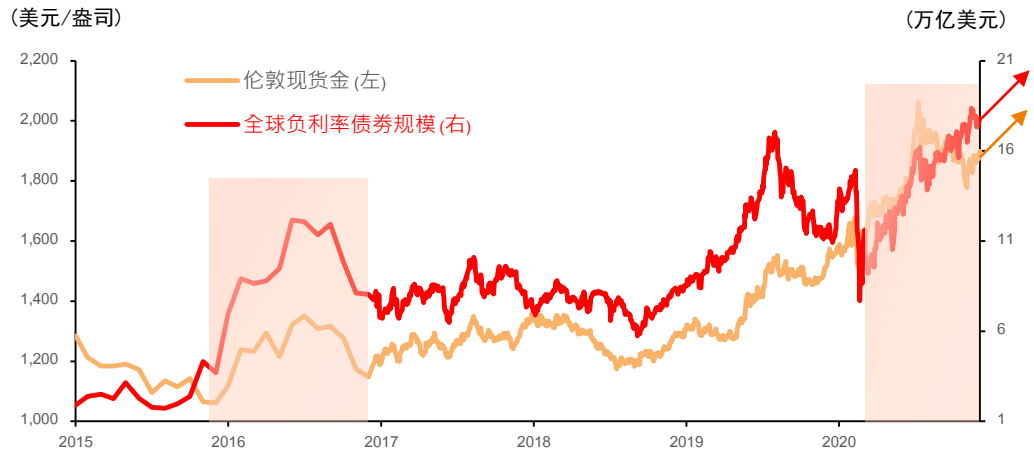
- 从大类资产配置的角度看，全球央行开启零利率时代，负利率债券规模料将进一步扩大，**流动性宽松周期加强了黄金作为大类资产的配置属性。**
- 从货币属性看，为应对新冠疫情引发的全球经济衰退风险，全球央行在竭尽量化宽松货币政策后，经济复苏的滞后性或将导致财政赤字率破历史纪录，加之低油价和资本市场冲击导致企业债权风险加大，**货币超发持续冲击美元信用体系，黄金的货币属性价值突显。**

美联储资产负债表和金价走势关系



资料来源：彭博、中信证券　　截至31/12/2020

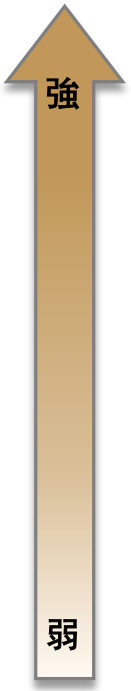
黄金价格与全球负利率债券规模走势一致



资料来源：彭博、中信证券　　截至31/12/2020

总结

- **按照年度均价，预计价格涨幅由高到低依次为：原油、基本金属、贵金属。**



原油:	**需求复苏和货币宽松有望助推油价持续回升，供应端收紧程度或超预期。看好油价中枢上行至55-60美元/桶。**
铜:	工业品需求回暖，铜等基本金属也将受益于通胀抬升而上涨。疫苗有望推动全球经济活动加速复苏 。2021年新增产能压力集中在下半年，因此预计**上半年在矿端供应偏紧、需求恢复的情况下支撑铜价偏强运行。**
白银:	**现时金银比仍处高于历史水平，因此仍有下行空间，**全球经济回暖下的**工业属性**对白银价格有明显支撑。
黄金:	长期看，弱美元格局形成的大背景下，**2021年将是通胀推升金价上行的关键时期。以史为证，黄金仍然是最佳避险工具之一，具有配置价值。**

资料来源：中信证券

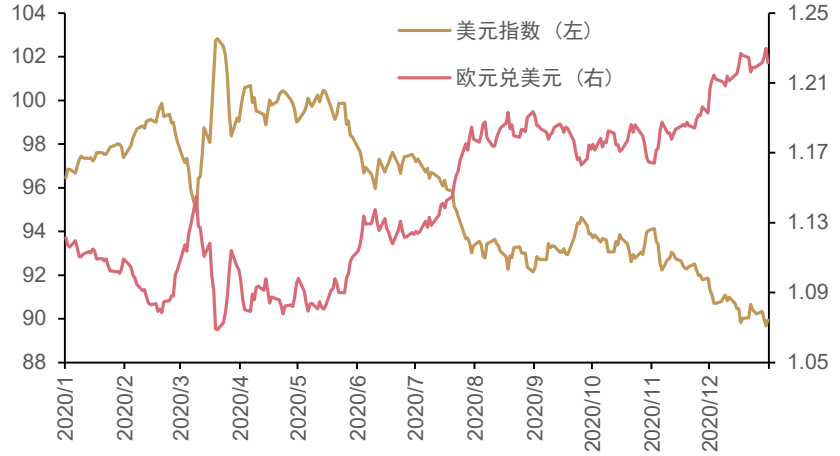
2020年美元、人民幣及欧元表现回顾

- **美元:** 2020年美元指数整体走势**先高后低。**3月中新冠疫情在全球全面爆发，美元流动性紧张导致美元指数曾升至近103的高点。但美元的强势只维持了不足一个月，3月下旬美联储宣布实行“无上限”量化宽松，流动性的抛售潮后，美元指数开始其下行趋势，12月更失守90水平。
- **人民币:** 相反，人民币走势则**先低后高**。2020年早段受疫情影响，一度跌至逾7.1的水平。其后受惠于内地出色的疫情防控，因此较其他国家较早走出疫情阴霾，二季度起中国经济率先摆脱疫情影响，加上美元走弱，人民币自6月走开始转强，12月在岸人民币升至近6.5水平。
- **欧元:** 2020年欧元升值幅度很大，**欧元从最低点1.0636一路上涨至1.2216**，几乎要触及2018年最高点1.2555。跟人民币一样，主要受美元指数下跌所带动，加上英国脱欧明朗化，支持欧元。

2020年人民币与美元走势



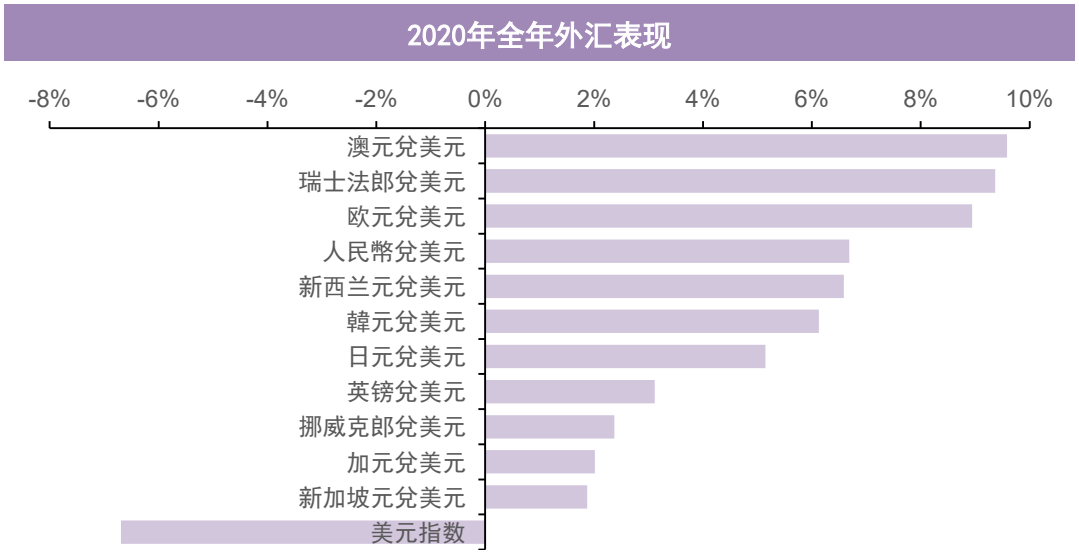
2020年欧元与美元走势



资料来源：彭博、中信证券　截至31/12/2020

预计美元将跌破85 人民币及欧元兑美元走强

人民币	↑	较高的中美利差，领先的经济增长，**预计美元兑人民币汇率有望进一步走强，上半年有望触及6.2-6.3一线。**
欧元	↑	**欧美增速差和政策差的收敛将持续带动欧元兑美元走强。**
美元	↓	美国经济的全球占比自2020年起持续趋势性下降，**我们预计2021年美元指数继续下行，在三季度跌破85，四季度有望企稳回升。**



资料来源：彭博、中信证券　截至31/12/2019

美元：预计2021年美联储仍将持续扩表

- 由2020年以来，美联储累计扩表3万亿美元，其中通过量化宽松购买国债和MBS占比近90%，其余为一些信贷和流动性支持工具。
- 展望2021年，金融市场的稳定意味着使用紧急信贷和流动性支持工具的必要性明显下降，明年可能会优先退出；但**考虑到对收益率的控制以及对经济的支持，量化宽松在今年大概率不会退出。**
- 按照美联储最新的前瞻指引，今年仍会维持1,200亿美元/每月的量化宽松购买节奏，并根据经济恢复情况灵活调整购买量。因此我们**预计今年美联储扩表规模在1-1.5万亿美元。**

美元指数与央行资产负债表规模

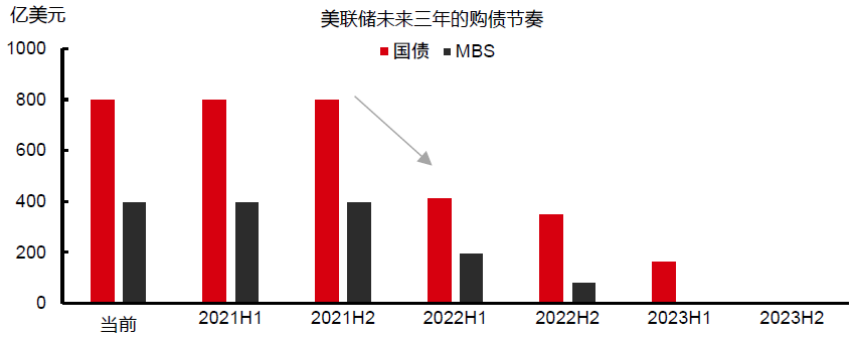


资料来源：Wind、中信证券　截至31/12/2020

美元：美国经济全球占比下降 美元进入中长期贬值

- **美国国会通过8,920亿美元纾困法案。**拜登上台之后的“财政货币化”趋势也有望进一步强化，同时民主党控制参众两院完全控制意味着更大规模的财政刺激计划成为可能。
- **“统一政府”时期的财政赤字率将明显更高。**近40年来，美国只有十年出现过类似“统一政府”的情形，即总统和参众两院完全由同一党派控制。而“统一政府”时期的平均财政赤字率要比其他时期高出1个百分点。

2020年3月以来美联储各项资产分项累计贡献



资料来源: 美联储、中信证券预测

- **美元进入中长期贬值。**仅从美元指数的构成来看，欧元兑美元影响较大，权重占57.6%，而欧美经济相对强弱为影响欧元兑美元的重要指标。我们不认为欧央行的加码宽松会带来欧元走弱，原因在于欧央行的扩表工具集中于对疫情冲击的实体和金融领域的定向支持，将有利于欧洲经济的修复和通胀目标的回升。我们预计欧央行持续扩表以及财政联合的大趋势将相对利好今年欧元区经济。随着疫苗广泛有效的普及应用，今年全球经济将由不均衡复苏走向“共振”复苏，欧美增速差和政策差的收敛将带动美元指数走弱。预计美国经济的全球占比自2020年起持续趋势性下降，美元将进入中长期贬值阶段。同时，美联储大概率将维持相对欧央行更宽松的货币政策，耶伦担任美国财长后，“财政货币化”取向将更明确，**预计2021年美元指数继续下行，在三季度跌破85，其后随着美联储扩表减速，美国经济恢复和长期国债收益率上行，四季度有望企稳回升。**

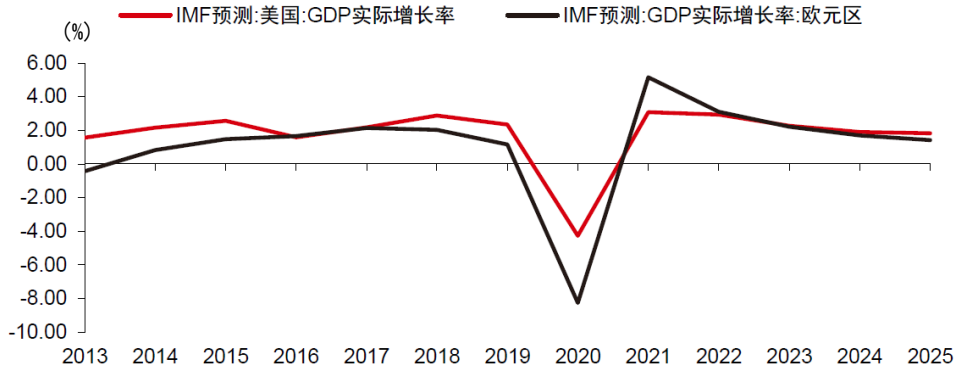
欧元：欧美增速差和政策差的收敛将带动走强

- **我们不认为欧央行的加码宽松会带来欧元走弱，**核心原因在于欧央行的扩表主要通过PEPP资产购买和长期再融资操作TLTRO III，这些工具集中于对疫情冲击的实体和金融领域的定向支持，将有利于欧洲经济的修复和通胀目标的回升。

- 另外，有见于负利率政策将会导致金融机构获利萎缩、以及抑制消费支出等负面影响，相关政策于2020年以来受到欧元区各国财政部长的强烈反对，**外界押注欧洲央行或将在今年收紧货币政策，如一旦成事，料可为欧元带来进一步支持，**加上欧盟已与英国达成脱欧后贸易协议，不明朗因素消失，亦支持欧元。

- 另一方面，美国民主党控制参众两院，“财政货币化”取向将更明确，美元供给充裕，**欧美利差收窄导致欧元相对美元走强。**随着疫苗广泛有效的普及应用，今年全球经济将由不均衡复苏走向“共振”复苏，**欧美增速差和政策差的收敛将带动美元指数走弱。**

美元指数与央行IMF预测未来美国和欧元区经济增速规模



资料来源：Wind、中信证券　截至31/12/2020

美国和德国2年期国债收益率利差

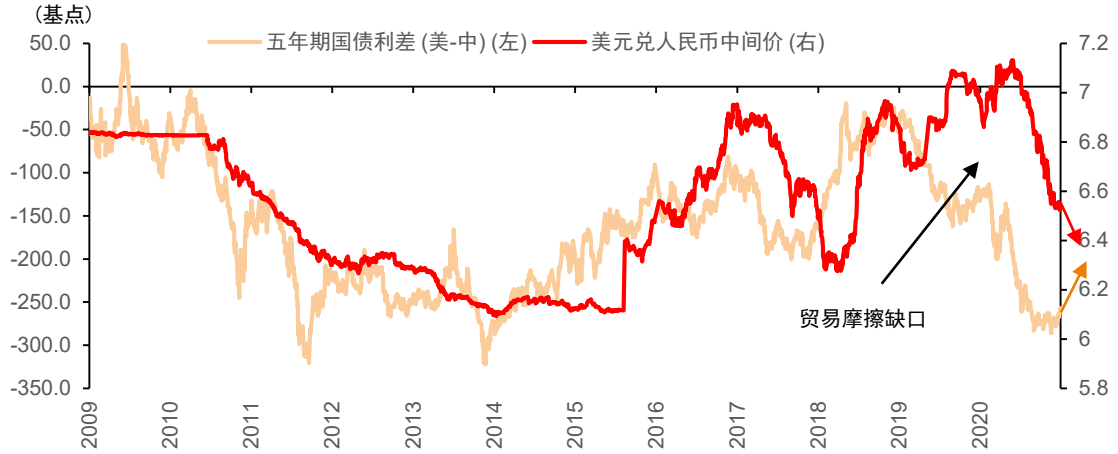


资料来源：彭博、中信证券

人民币：贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补

- 11月26日，中国央行发布《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》，《报告》分别在专栏3以及下一阶段工作部署中提及对汇率市场化改革的关注。往后看，我们认为这意味着市场将在人民币汇率形成中的决定性作用。
- 随着拜登即将上任美国总统，我们预计拜登上台后对华关系的短期变化体现在贸易与外交领域，特别是随着中美联合抗疫以及美国重新“加群”会带来国际合作与交流进一步强化，中美关系在贸易和外交领域的紧张关系短期有望得到缓解。
- 而中美国债利差通常能够反映相对的美元兑人民币走势，以中美5年期国债利差变化观察，**我们认为贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补，也会对人民币汇率形成一定支撑。**

以中美5年期国债利差变化观察，贸易摩擦所带来的的估值缺口或将慢慢得以填补



资料来源：彭博、中信证券　截至31/12/2020

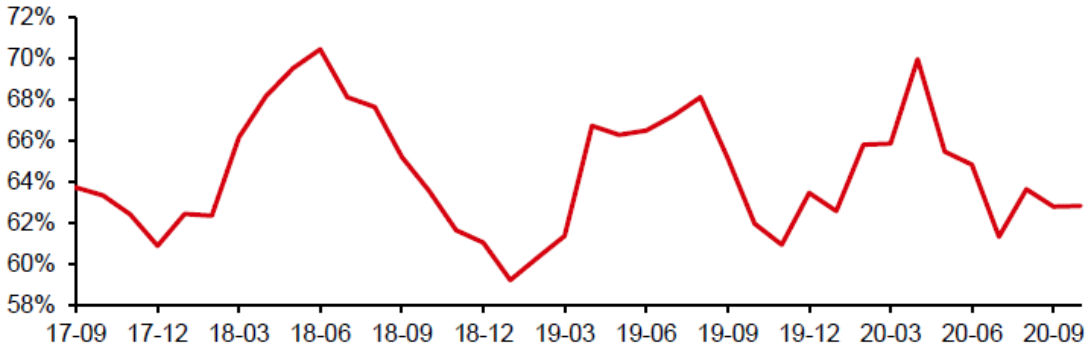
人民币：美元兑人民币上半年有望触及6.2-6.3一线

- **在民主党“横扫两院”下，美元指数在未来一个季度的走弱幅度有望超出此前预期，带动美元兑人民币汇率进一步下行。**从历史复盘角度，“统一政府”时期的财政赤字率将明显更高，我们预计拜登未来可能将抗疫相关的财政刺激规模由之前的8,920亿美元提升至1.5 万亿美元左右。

- **关注春节前的结售汇因素变化，我们预计近期出口企业结汇需求加大可能带动人民币需求上升，推升汇率表现。**以估算的结汇率观察，截至2020年11月末，整体结汇率目前在62%左右，处于2019年以来的最低水平，侧面反映了出口企业在2020年下半年人民币持续升值的背景下一直处于观望状态，并未主动结汇。每年春节前由于要给予员工发放薪资等需求，企业结汇需求通常在这一时期将有所抬升，因此不排除在未来一段时间这一部分企业将外汇卖出购回人民币的被动行为将有所加速，从而提振人民币需求。另一方面，由于出国受阻以及人民币的强势升值，居民换汇的必要性和投资意愿在短期也都不强。

- 因此在这两类因素的边际影响下，**预计美元兑人民币汇率有望进一步走强，上半年有望触及6.2-6.3一线。**而从人民币升值的影响来看，我们认为这将在短期进一步加剧出口企业的汇兑损失，需要关注汇率进一步升值对出口企业的制造业投资意愿的负面影响。

结汇率（3个月移动平均值）处于近年来低位，春节前的换汇需求可能有所抬升



资料来源：Wind、中信证券　截至30/11/2020

总结

人民币		出色的疫情防控，较高的中美利差，领先的经济增长，仍将继续支撑人民币升值，**预计美元兑人民币汇率有望进一步走强，上半年有望触及6.2-6.3一线。**
欧元		我们不认为欧央行的加码宽松会带来欧元走弱，外界押注欧洲央行或将在今年收紧货币政策，如一旦成事，料可为欧元带来进一步支持。另外，**欧美增速差和政策差的收敛将持续带动欧元兑美元走强。**
美元		美国经济的全球占比自2020年起持续趋势性下降，美元将进入中长期贬值阶段。2021年美联储仍将持续扩表，美国“统一政府”时期的财政赤字率将明显更高。**预计2021年美元指数继续下行，在三季度跌破85，其后随着美联储扩表减速，美国经济恢复和长期国债收益率上行，四季度有望企稳回升。**



债 券

回顾｜2020全年主要债券种类表现

	收益率	指数涨跌幅 (%)					2017至今
	(%)	2020	2019	2018	2017	2017-2020年化	最大回撤 (%)
美国投资级企业债	1.68	**9.25**	12.98	-1.79	1.55	5.33	12.57
中资美元债 - 房地产	NA	**7.86**	13.72	-2.21	6.66	6.35	13.31
应急可转债 (美元)	3.95	**7.46**	20.07	-3.09	15.76	9.69	28.17
中资美元债高收益	7.40	**7.39**	12.72	-4.18	6.46	5.41	15.72
中资美元债	3.70	**6.59**	10.82	-0.75	4.87	5.30	7.62
中资美元债投资级	2.21	**6.45**	10.17	0.47	4.41	5.32	5.56
美国高收益企业债	4.23	**6.24**	14.47	-2.17	7.20	6.27	21.00
新兴市场政府债 (美元)	NA	**3.10**	10.14	-6.90	14.67	4.93	18.76
中国境内企业债 (人民币)	4.08	**3.07**	5.26	8.87	1.27	4.58	3.34
中国境内债 (人民币)	3.38	**2.76**	4.86	9.17	-0.49	4.01	4.55

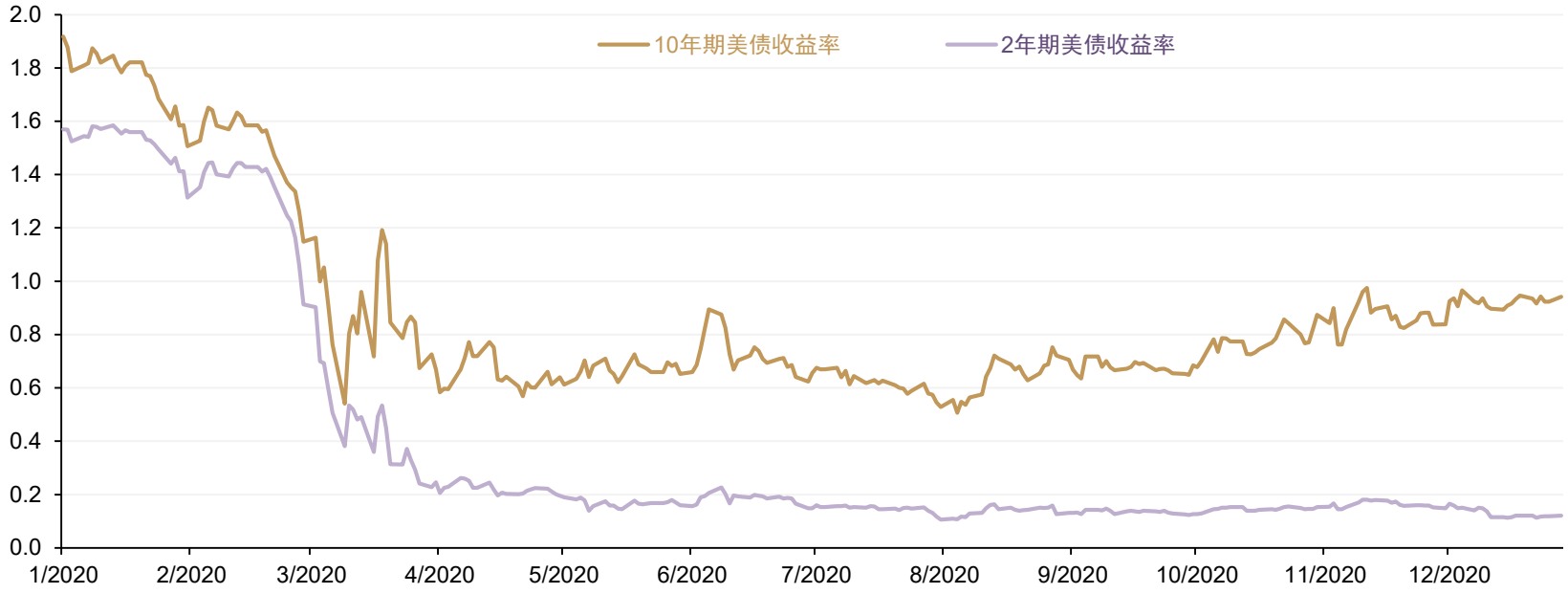
资料来源：彭博　　2020年截至24/12/2020

应急可转债 (美元)：彭博巴克莱西欧应急可转债USD总回报指数；美国高收益企业债：S&P美国高收益企业债总回报指数；美国投资级企业债：S&P美国投资级企业债总回报指数；新兴市场政府债：J.P.Morgan新兴市场政府债指数；中资美元债高收益：彭博巴克莱中国高收益美元债指数；中资美元债投资级：彭博巴克莱中国投资级美元债指数；中资美元债-房地产：Markit iBoxx中国房地产美元债总回报指数；中资美元债：彭博巴克莱中国美元债指数；中国境内企业债：彭博巴克莱中国人民币企业债总回报指数；中国境内债：彭博巴克莱中国人民币债总回报指数

回顾｜美债收益率一季度大幅下跌，8月起长端利率开始回升

- 四季度随着新冠疫苗取得突破性进展，美国国债收益率明显上行。尽管欧美疫情的二次爆发拖累了经济复苏进度，但疫苗的突破性进展提振了市场风险偏好，10年期美债收益率上行至1%附近。
- 全年美债收益率经历了一二季度在疫情爆发及美联储宽松货币政策下创历史新低，三季度因发行量大增收益率走高但最终被疫情二次爆发等因素压制，四季度伴随疫苗取得突破性进展而大幅走高，10年期美债收益率逼近1%重要关口。

美债收益率走势

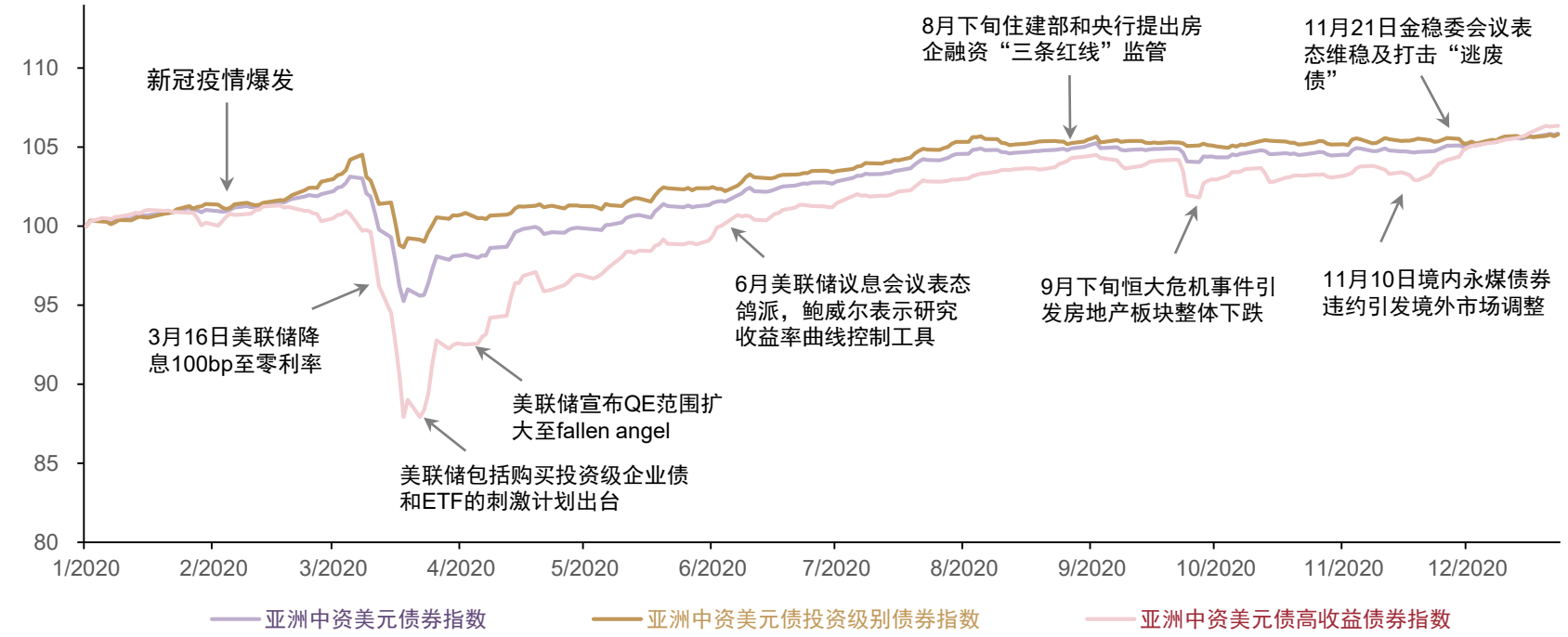


资料来源：彭博　截至25/12/2020

回顾｜2020年中资美元债呈V型走势

- 截至2020年12月24日，中资美元债全年总回报约6.6%，其中投资级和高收益回报率分别为6.4%及7.4%，全年来看高收益表现优于投资级。
- 2020年中资美元债市场出现继08年金融危机和11年欧债危机以来的历史最大波动，呈现深V走势。

中资美元债指数表现



资料来源：彭博　截至25/12/2020

回顾｜2020年中资美元债大事件

- **流动性危机 -** 一季度，在疫情和油价催生的股市暴跌后，市场上美元流动性十分紧张。在这种情况下，金融机构不得不抛售部分高流动性资产以缓和自身的流动性压力，中资美元债也难以幸免。3月末，中资美元债巨幅下跌，收益率大幅走高，整体中资离岸美元债收益率由最低的3.88%弹升至6.29%。此时，我们认为此次波动主要是由于境外流动性危机，与中资美元债发行主体的信用基本面并无太大关系。根据此判断，我们认为中资美元债出现“黄金坑”。

- **美联储放水助市场修复 -** 二季度，在美联储紧急注入流动性及疫情缓和的背景下，市场信心和流动性逐渐修复。中资美元债收复失地，高收益美元债指数涨9.50%，投资级美元债指数涨2.79%。

- **“三道红线”引局部震荡 -** 三季度，中资美元债延续涨势。房地产“三道红线”出台，市场传出头部房企中国恒大资金链紧张，市场担忧房企去杠杆或会引发部分房企流动性危机，房地产美元债出现短暂下跌。随后，恒大发布公告称已于战投达成协议，且销售表现优异，恒大债券价格反弹，房地产美元债板块企稳。

- **境内“暴雷”频现 -** 四季度初始，中资美元债市场依然延续涨势。进入11月，境内市场出现国企违约事件，引发市场对于政府支持国企意愿的担忧，引发市场局部回调。11月21日，金稳委第四十三次会议针对信用债市场释放维稳信号，市场情绪逐渐修复，境外美元债市场也重新企稳上行。步入年底，一级及二级市场都趋于平静，新发减少，交投稳定。

美债展望丨预计2021年美元流动性将维持宽松，对需求形成支撑

- 美联储2021年尚不具备加息的条件 - 在去年9月份的美联储议息会以上，FOMC通过了基于结果的加息条件——即当劳动力市场达到最大水平的就业，且通胀上升至2%，并在一段时间内维持适当高于2%的水平。我们认为，明年很难看到通胀持续回升至2%以上，并且就业明年也较难修复至疫情前的水平。因此，2021年美联储尚不具备实施加息的条件。

- 美联储资产购买计划将至少持续至2021年中期 - 我们判断，美联储资产负债表的扩张将至少延续至2021年中期。如果经济出现超预期下行，按照当前的计划，美联储依然可以在当前1200亿美元每月的基础上灵活增加资产购买的规模。同时如果年初新一轮的大规模财政刺激政策落地，也需要美联储进一步宽松以配合更多的国债发行需求。

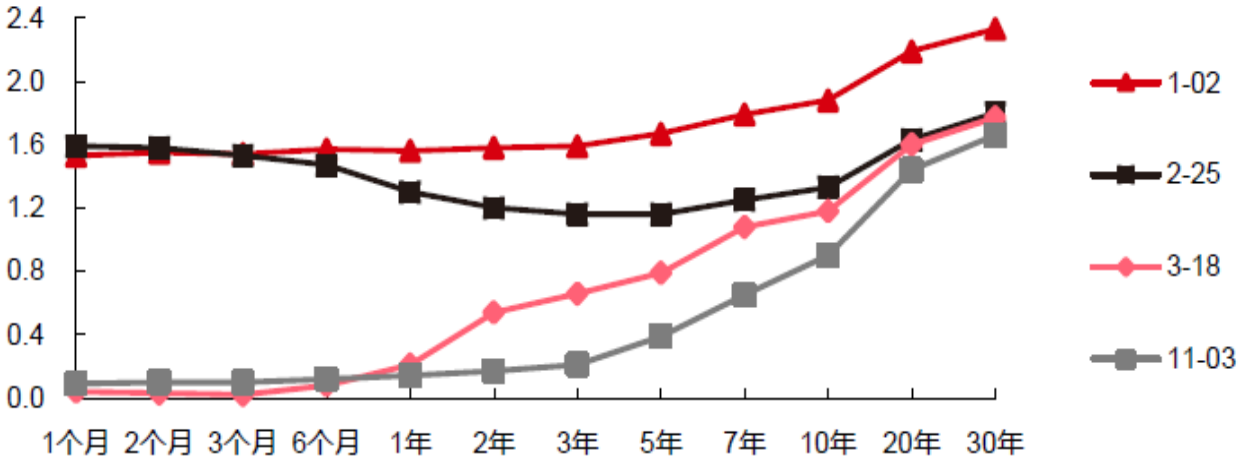
- 美联储货币政策的边际变化可能出现在2021年下半年，但2021年全年应不会转向紧缩 - 对比2014年的经验，2021年下半年需要关注美联储资产负债表的扩张速率是否会由此前的稳步上行转为稳定。

美债展望丨收益率曲线陡峭化，但整体上行空间有限

- 经济趋势复苏推升美债收益率陡峭化。未来银行间流动性将继续保持充裕，短端利率将维持低位。长端利率更多受到经济复苏和通胀预期的影响。2021年如果疫苗有效普及，全球经济有望出现比较明显的修复，同时通胀也会温和上行，从而推动长端利率上行，进而带动整个美债收益率曲线陡峭化。

- 总体看，依然认为美债上行空间有限。首先，从全球经济和通胀中期的恢复程度来看，整体内生性增长动能依然偏弱，这会制约利率的过快上行；其次，美联储宽松的货币政策将会持续；最后，考虑到美国政府债务杠杆率较高，利率上行过快不利于政府债务的化解。因此，我们预计美债收益率整体上行空间有限，**预计2021年10年期美债收益率运行区间将在1.0%-1.5%。**

年初以来美国国债收益率曲线变化 (%)

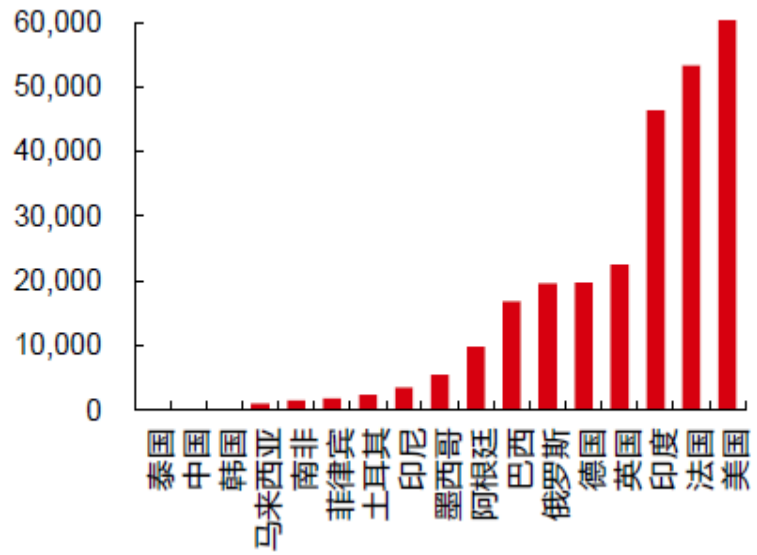


资料来源：中信证券

策略丨仍然看好亚洲美元债

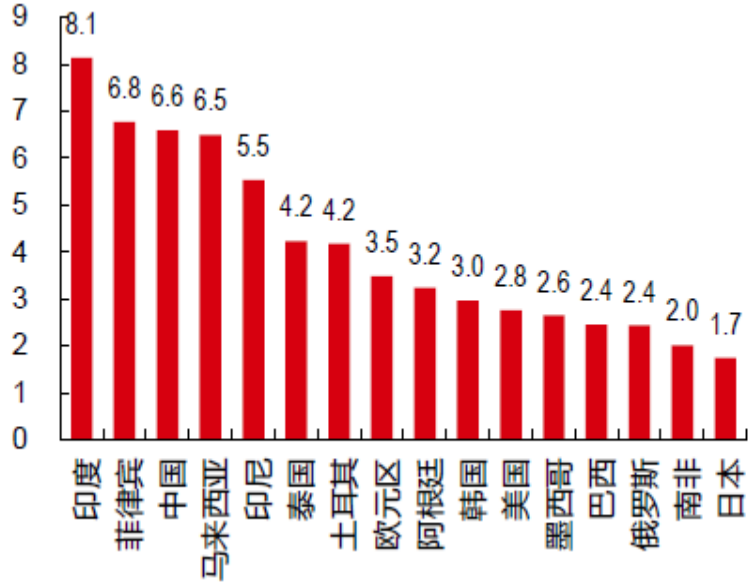
- 相对于北半球欧美国家疫情的再度爆发，新兴市场，尤其新兴亚洲国家的疫情控制明显较好。
- 另外，根据IMF今年10月的预测，亚洲新兴市场国家未来经济增长状况也远好于发达市场。展望2021年，从基本面和资本市场维度，新兴市场表现预计好于发达市场，具备更高配置价值。

新兴市场疫情状况普遍好于发达市场 (7日平均新增病例)



资料来源：中信证券

亚洲新兴市场未来三年平均GDP增长率好于发达市场



资料来源：IMF预测，中信证券

策略丨驾驭风险是第一要务

- 从民企到国企，从蚂蚁到大象 – 2020年下半年，国企信用事件不断。新债违约主体包括天房信托、天房集团、沈阳公用、华晨集团、紫光集团及豫能化等。特别是10月下旬以来，风险事件集中爆发，部分主体超预期违约引起市场较大波动，信用市场态势严峻。就违约成因而言，地方产业国企基本面整体较薄弱，又没有可比城投的政府支持力度，因而僵尸国企的资质隐患始终存在。

- 监管日益收紧，去杠杆压力隐现 – 信用事件同时引起了监管的关注与调查。11月18日，交易所协会发布《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》。12月3日，财政部提出开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营，不得配合地方政府变相举债，监管压力日益增大。

2020下半年以来国企违约事件一览

发生日期	发行人	债券余额（亿元）	实际控制人	所属行业	具体事件*
2020/8/24	北大方正	292.40	教育部	计算机	18 方正 MTN001 实质违约
2020/8/24	天房信托	38.59	天津市国资委	综合	16 房信 01 实质违约
2020/8/25	海航控股	114.40	海南省国资委	交通运输	19 海南航空 SCP003 本息展期
2020/8/26	天津航空	33.00	海南省国资委	交通运输	17 津航空 PPN001 本息展期
2020/9/8	天房集团	112.32	天津市国资委	房地产	16 天房 04 实质违约
2020/9/9	美兰机场	28.00	海南省国资委	交通运输	19 美兰机场 SCP001 本息展期
2020/9/24	沈阳机床	0.00	沈阳市国资委	机械设备	15 沈机床 MTN001 实质违约
2020/10/23	沈阳公用	0.00	沈阳市国资委	公用事业	破产重整
2020/10/23	华晨集团	162.00	辽宁省国资委	汽车	17 华汽 05 实质违约
2020/11/16	紫光集团	164.46	教育部	电子	17 紫光 PPN005 实质违约
2020/11/17	国广传媒	0.00	中国国际广播电台	传媒	15 国广债本息展期

资料来源：wind、中信证券

策略丨信用分化加剧，避免过度下沉

- 中资美元债违约主体仍以非国企为主，但2020年来地方国企信用风险暴露引发关注。从2020年违约主体来看，违约的国企具有资质弱、经营压力大、债务负担重、再融资难等特点。随着永煤违约，市场信心遭受重创，料短期内对于弱资质国企和区域的谨慎态度难以扭转，这将进一步加大这些区域主体的融资难度，从而强化信用风险。
- 近年来，风险事件境内外联动的趋势愈发明显。考虑到类似境内2020年下半年的弱资质企业暴雷频发在2021年仍将延续，主体间的信用分化将愈发明显，弱者更弱的趋势将进一步巩固，建议全年债券投资应以驾驭风险为第一要务，避免过度信用下沉。

策略丨投资级票息偏低，适度杠杆和特殊条款可提升收益

投资级中资美元债的扰动因素：

- 美债收益率走高 – 相比于高收益债券，投资级别债券的定价和美债收益率相关性更强，通常以对应年期的美债收益率作为基准利率进行定价。2021年美债收益率走高预计将带动投资级债券收益率跟随走高，压制投资级债券表现。
- 境内国企违约风波 – 四季度受到境内永煤事件影响，市场重新审视政府对于国企的扶持意愿，弱资质的国企遭到市场抛售，拖累投资级债券出现大幅波动。
- 美国制裁 - 特朗普政府12月12日签署了《关于应对为中国军事企业融资的证券投资带来的威胁的行政命令》，禁止美国投资者对中国军方拥有或控制的企业进行投资，涉及的制裁企业包括中国电信、中国移动、海康威视、中化工、三峡等31家中国企业。受此影响，进入美国制裁名单的国企债券价格曾出现大幅下跌。

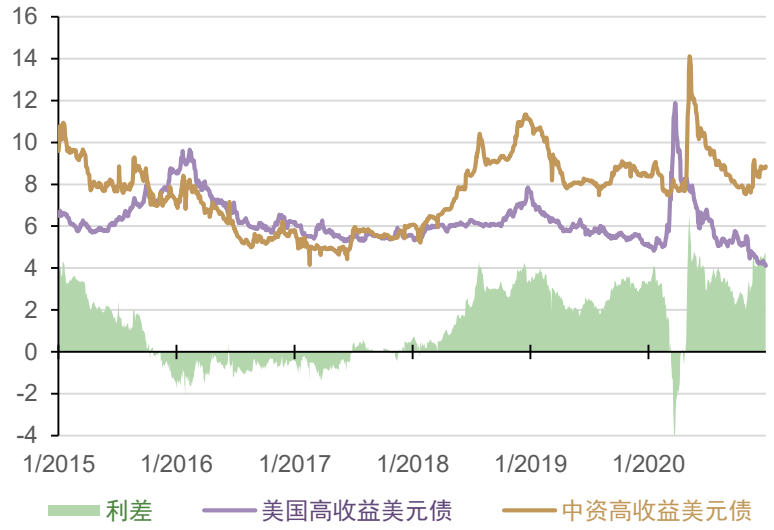
波动过后回归基本面，中长期可挖掘被错杀的优质主体：

- 境外债券评级体系较境内更为严格，在境外被评为投资级的债券通常发行主体优质，不同于境内一些弱资质的地方国企。
- 投资级美元债收益率已处于历史低位，且受制于美债收益率可能走高，无论是票息收益还是资本利得收益都相当有限。对于强资质的投资级企业，适度杠杆操作以赚取息差收益是获取超额收益的方向。亦或是选择包含特殊条款的投资级债券，例如永续债或大型银行Coco债，是获取超额收益的另一方向。

策略丨经济修复背景下更推荐高收益美元债

- 风险资产受益于经济复苏 - 在2021年Q2疫苗广泛有效应用的假设下，全球经济有望迎来“共振”复苏。基准情形下，2021年底全球经济预计修复至2019年时的水平。在此背景下，风险资产将受益，高收益美元债信用利差仍有缩窄动力，推荐高收益美元债。
- 高收益资产受益于低息环境 - 2021年全球低利率环境将延续，在低息环境下，低息资金多流向新兴市场和高息资产，高收益资产通常更为受益。
- 高收益中资美元债较其他市场具有溢价空间 – 与美国和新兴市场公司债相比，截至2020年12月24日，中资高收益美元债与美国和新兴市场高收益溢价分别约320bp和60bp。与境内信用债收益率中枢相比，高收益美元债较境内估值中枢溢价约为200bp。

高收益中资美元债与美国高收益债收益率比较



高收益中资美元债与新兴市场高收益债收益率比较



资料来源：彭博

房地产｜2021年行业将继续高位均衡运行

- 我们运用“货币化”预测原则对房屋销售进行预测，即从货币投放出发，推算销售额。根据我们的预测，2020/2021年商品住宅销售额同比增长分别为6.2%及1.9%，商品房销售额将会分别增长3.7%及0.2%。投资方面，根据新开工、竣工和投资强度预测，我们估计2020年和2021年，房地产开发投资分别同比增长6.5%和6.1%。我们预计2021年开发投资增速会比2020年略有下行，但仍然会对宏观经济产生重要支撑。

2020年重点房企销售数据

企业简称	2020 年 销售金额	2020 年 12 月 销售金额	2020 年 金额同比	2020 年 12 月 金额同比	2020 年 销售面积	2020 年 面积同比
碧桂园	7888.0	184.9	2.2%	-7.5%	9066.7	5.8%
中国恒大	7035.0	248.4	17.0%	21.1%	7852.7	36.8%
万科 A	7011.2	985.1	11.1%	71.9%	4683.3	15.3%
融创中国	5750.0	545.5	3.4%	-2.0%	4144.4	8.9%
保利发展	5028.0	397.6	8.9%	-5.6%	3387.1	8.9%
中海地产	3634.4	425.0	9.4%	39.5%	1941.7	8.5%
绿地控股	3567.0	803.2	-8.1%	-47.7%	2800.0	-18.1%
世茂集团	3003.1	375.0	15.5%	16.0%	1712.6	16.5%
华润置地	2850.3	390.4	17.5%	146.6%	1500.0	13.3%
招商蛇口	2780.1	325.4	26.1%	38.9%	1242.0	9.9%
龙湖集团	2706.0	278.0	11.6%	40.4%	1602.6	11.4%
新城控股	2521.6	322.6	-6.9%	33.1%	2353.4	-3.4%
金地集团	2426.0	373.0	15.2%	5.1%	1187.6	12.6%
旭辉控股集团	2310.0	309.8	15.2%	35.9%	1524.0	20.9%
中国金茂	2237.0	234.0	39.1%	85.9%	1102.9	47.4%
金科股份	2234.9	280.9	20.2%	-3.2%	2229.9	13.3%
中南建设	2232.1	281.3	13.9%	12.0%	1668.1	7.6%
阳光城	2180.1	300.1	3.3%	3.1%	1534.4	-9.5%
中梁控股	1688.2	201.4	10.6%	-7.0%	1347.2	-8.2%
华夏幸福	963.0	60.0	-36.2%	-62.3%	510.0	-60.2%
合计	70046.0	7321.5	8.3%	14.3%	53390.6	8.2%

资料来源：CRIC，各企业公告，中信证券

房地产丨内卷化时代结束，关注房企分化

- 内卷化的起点是杠杆无节制，企业用各种财技试图弯道超车。以“三道红线”为代表的金融审慎监管规则，既考虑了实际情况，给企业流出非常充足的整改时间，又注意严肃执行。去杠杆已经成为企业必由之路。

- 后“三道红线”时代，风格激进的企业被限制债务增长，拿地将更为谨慎，而风格稳健的企业将继续发挥所长。行业的杠杆红利基本结束。各类资源都在向高资质房企集中，行业分化加剧，强者恒强的趋势不可避免。

- 房企分化进一步加剧，在融资新规下信用风险边际提高。但同时房地产债券收益率走高，成为相对“低风险、高收益”的资产选择。建议回避去化困难、流动性紧张且再融资存在难度的主体，选择基本面良好、流动性压力可控和融资渠道畅通的大中型主体。

	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比
中国恒大	82.70%	183.10%	0.40
融创中国	84.10%	214.10%	0.57
绿地控股	82.80%	155.60%	0.76
绿城中国	73.50%	100.50%	0.84
华夏幸福	77.80%	182.80%	0.71
富力地产	79.10%	218.30%	0.37
中梁控股	80.80%	120.90%	0.70
融信集团	73.20%	115.90%	0.82
佳兆业	75.90%	162.20%	0.84
阳光城	77.60%	135.00%	1.32
中国金茂	67.20%	117.60%	0.35
雅居乐	72.70%	96.60%	0.79
荣盛发展	73.00%	83.20%	0.83
中国奥园	81.80%	136.70%	1.08
碧桂园	82.70%	55.30%	2.14
万科	76.50%	34.80%	1.72
新城发展	78.60%	49.90%	1.44
世茂房地产	70.60%	63.60%	1.42
旭辉控股	75.00%	69.10%	2.71
正荣地产	76.20%	97.50%	1.42
龙光地产	76.10%	41.70%	2.75
合景泰富	80.80%	89.40%	2.17
华润置地	56.40%	32.50%	2.89
中海发展	53.80%	30.50%	4.00
保利地产	67.40%	56.90%	2.10
龙湖集团	66.50%	51.10%	4.36
远洋集团	69.90%	80.60%	3.34
华侨城	69.30%	84.50%	1.07

数据来源：上市公司2019年年报

房地产丨对龙头企业保持乐观

- 当前的政策和历史上完全不同，政策在方向上是坚定的，就是房住不炒。但在态度上是温和的，给开发商预留去杠杆的时间，避免因为化解风险而产生新的风险。这反映出政策既尊重市场的实际情况，又坚持去杠杆的方向。

- 只要有一个好的基本面环境，绝大多数大型房企都有可能走向低杠杆、重能力的高质量发展路线。我们仍然对房地产板块保持乐观，认为龙头房企将走向长期主义。

证券名称	发行人/保证人	参考买价	最差收益率	标普	穆迪	惠誉
SUNSHI 10 02/12/23	阳光城	108.261	5.76	–	–	B+
FUTLAN 6.45 06/11/22	新城发展	101.328	5.47	–	Ba3	–
YUZHOU 6 01/25/22	禹洲集团	100.965	5.04	–	B1	BB-
SUNAC 7.95 08/08/22	融创中国	104.165	4.06	B+	B1	BB
SINOCE 4 3/4 01/14/30	远洋地产	105.184	4.04	–	Baa3	BBB-
SHIMAO 3.45 01/11/31	世茂集团	100	3.45	–	–	–
COGARD 3 7/8 10/22/30	碧桂园	103.539	3.44	–	Baa3	BBB-
VNKRLE 3.975 11/09/27	万科	109.459	2.46	BBB	Baa2	BBB+

资料来源：彭博　截至1/4/2021

策略 | 推荐债券名单

证券名称	发行人/保证人	参考买价	最差收益率	标普	穆迪	惠誉
FUTLAN 6.45 06/11/22	新城发展	101.324	5.47	–	Ba3	–
STANLN 4 3/4 PERP	渣打集团	100.451	4.69	BB-	Ba1	BBB-
KWGPRO 5.2 09/21/22	合景泰富	101.17	4.47	–	–	BB-
CIFIHG 4 3/8 04/12/27	旭辉控股	100.2	4.33	BB-	Ba3	–
FOSUNI 5 1/4 03/23/22	复星国际	101.35	4.09	BB	–	–
CASHLD 4 PERP	电讯盈科	99.75	4.05	BB	Ba2	–
SINOCE 4 3/4 01/14/30	远洋集团	104.88	4.04	BBB-	Baa3	–
SUNAC 7.95 08/08/22	融创中国	104.167	4.04	B+	B1	BB
CKPH 3 1/2 PERP	长实集团	92.88	3.77	–	A2	–
SHIMAO 3.45 01/11/31	世茂集团	100	3.45	–	–	BBB-

资料来源：彭博 截至1/5/2021

策略｜2021中资美元债策略总结

- **信用分化加剧，避免信用下沉 –** 随着境内国企暴雷，市场对于弱资质主体的规避情绪短期内难以改善，弱资质主体将陷入恶性循环。随着地方国企信用风险爆发，弱者更弱的趋势将强化，全年债券投资应以驾驭风险为第一要务，避免以信用下沉的方式换取收益。

- **推荐高收益优于投资级 –** 风险资产将受益于全球经济复苏，同时高收益中资美元债相比美国高收益企业债、新兴市场高收益企业债及中国境内信用债仍存在溢价，低息环境下，高收益资产将受到追逐。

- **投资级适度杠杆和特殊条款是方向 –** 受制于美债收益率走高及收益率已处于历史低位，全年投资级别债券无论是票息收益还是资本利得收益都有限。选择强资质主体做适度杠杆操作以赚取息差收益，或选择包含特殊条款的债券如永续债、大型银行Coco债是获得超额收益的方向。

回顾｜2020推荐产品及策略汇报









- 一月推出“重点债券关注列表”。截至2021年1月4日，列表中的推荐债券最高总回报达11.49%，平均总回报7.0%。
- 三月在微信公众号上发表《境外流动性枯竭 把握中资美元债黄金坑》特别文章，并在随后举办多场线上的中资美元债培训。二季度，中资美元债强势上涨，收复失地，高收益美元债全年涨幅达7.4%。
- 九月在微信公众号上发表《三道红线下 恒大美元债还香吗？》特别文章，在文章中强调虽然恒大面临一定流动性紧张的压力，但基本面仍然较好，认为可以把握调整带来的机会，低息环境下赚取高额收益。截至2020年底，恒大美元债价格已经从九月的大跌中恢复。

免责声明

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法； (ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构，统称为“中信证券”。

法律主体声明

香港特区：本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”，受香港证券及期货事务监察委员会监管，中央编号：AAE879) 分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：(1) 适用《财务顾问规例》第33条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第25条关于向客户披露产品信息的规定；(2) 适用《财务顾问规例》第34条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第27条关于推荐建议的规定；以及 (3) 适用《财务顾问规例》第35条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第36条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区：对于本研究报告所评论的证券及金融工具，中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司，(i) 有需要披露的财务权益；(ii) 在过去的12个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托；(iii) 有雇员担任高级人员；(iv) 未进行做市活动。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 https://www.clsa.com/disclosures/。该等披露内容仅涵盖 CLSA group，CLSA Americas及 CA Taiwan的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com.

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA，LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas，LLC (下称 “CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》15a-6规则定义且分别与 CSI-USA和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法2005 年 (金融推介) 令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为 (前述金融机构之客户) 因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。
中信证券2020版权所有。保留一切权利。

中信証券經紀香港
CITIC Securities Brokerage (HK)

免责声明

- 本材料仅向中信证券经纪 (香港) 有限公司 (「**中信证券经纪香港**」) 并属**专业投资者**的客户传送。未经中信证券经纪香港事先书面授权许可，任何人不得引用、转载、复印或向第三方传播，否则可能将承担法律责任。本材料未经香港证券及期货监察委员会审阅，阁下应审慎行事。此外，某些司法管辖区的法律或法规可能限制或禁止本材料的发布。阁下必须自行了解并遵守任何此类限制。

- 本材料所载数据仅作参考用途。本材料没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议。在作出任何投资决定前，阁下须考虑本身投资经验、投资目标、财务状况、投资年期、风险承受水平、流动性需求、(如适用) 其对相关资产潜在表现的评估、税务情况、分散投资的需求和其它相关情况，审慎考虑后，作出选择。阁下不应只着眼本材料而作出投资决定。如有任何疑问， 应征询独立专业意见。

- 本材料介绍的产品 (「**有关产品**」) 不是保本产品，其市场价值可能会低于最初投资金额。有关产品**并非**银行定期存款，**不受**任何存款保障计划或机构保障。这类产品涉及杠杆、结构复杂并往往缺乏流动性，只适合有充分衍生产品知识及投资经验的**专业投资者**。如发行人违约或相关资产价值低于行使价，阁下有可能失去全部投资。

- 除非阁下完全理解并愿意承担有关产品涉及的风险，否则不要投资。 如果阁下对有关产品的结构、涉及的风险有任何疑问，阁下可以向中介人澄清或寻求独立的专业意见。中信证券经纪香港及其联属公司均不就有关产品的未来表现、回报作出任何陈述或保证。

- 本材料所载资料均来自中信证券经纪香港认为是可靠的公开信息，但中信证券经纪香港不能保证这些数据的真实性、准确性及完整性。中信证券经纪香港不会对因使用本材料所载数据而引致的任何性质的损失或损害，或本材料的任何错漏或不一致之处承担责任。中信证券经纪香港有权随时更改或修订本材料，而毋须事先发出任何通知。