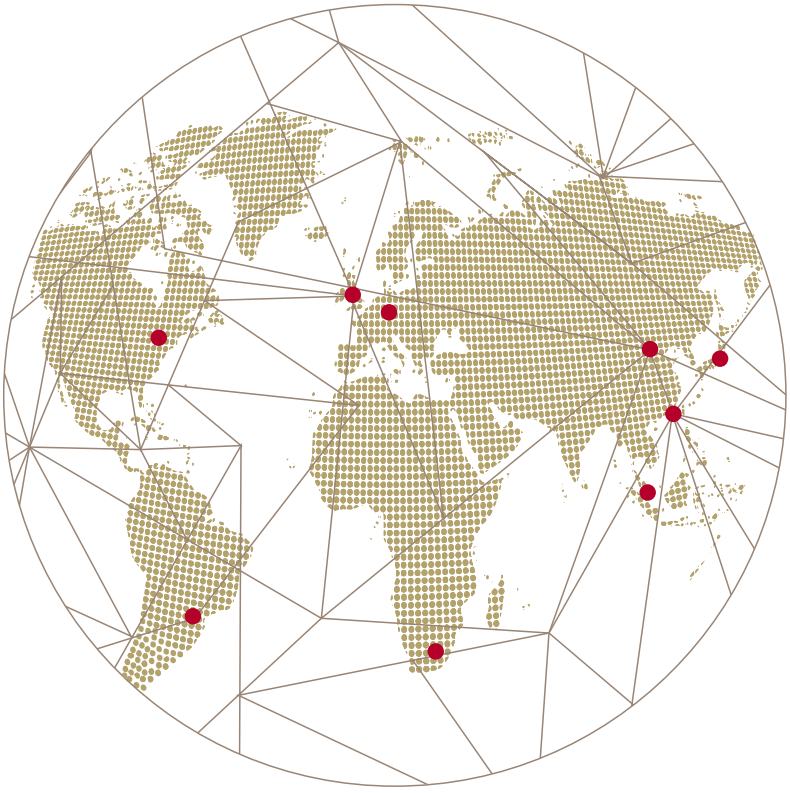
REPORT ON GLOBAL ASSET ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE BANKING BANK OF CHINA

2021

中国银行个人金融全球资产配置

白皮书



中国银行 BANK OF CHINA | 私人银行 PRIVATE BANKING

REPORT ON GLOBAL ASSET ALLOCATION STRATEGY BY PRIVATE BANKING BANK OF CHINA

2021

中国银行个人金融全球资产配置白皮书

总　　编：刘　敏

副 总 编：王　亚　　程慧心

主　　编：文晓波

编辑委员会：中国银行投资策略研究中心

刘南希　李品章　肖　敏　梁　玥

谭　川　王者星　刘雨霏　鲍　寒

李兴国　洪郑冲　方轶旻　余　超

康　成　赵艳群　万　洁　俞亚莲

刘　畅　张烨卿　郁之韬　司瑞雪

徐哲宇　王　颖　吴德磊　孟凡强

林永康

联系电话：010-66592240

邮件：wenxbbj_bj@mail.notes.bankofchina.com

中国银行 BANK OF CHINA | 私人银行 PRIVATE BANKING

扫描二维码，获取中银私行最新资讯



内容摘要

回顾篇：2020 年全球经济遭遇新冠疫情“黑天鹅”事件冲击，主要经济体经济增长出现断崖式下跌，实体经济笼罩在疫情的阴霾之下。面对此危局，全球主要经济体先后提高财政赤字率，全球央行开启超宽松模式，尤其是美联储进行了大规模扩表，大量的流动性稳定了经济的同时，也让各种资产价格上涨，资产价格一片晴空。

宏观篇：2021 年全球经济步入后疫情时代，各国经济共振复苏，中美仍是拉动全球经济增长的引擎。中国乘势而上，引领复苏，政策稳健，改革创新；美国新一届政府上台，经贸秩序陆续重构，其经济有望复苏，但通胀预期抬头；欧洲弱势复苏，空间有限，关注英国脱欧迷局进展；日本复苏依赖出口，关注大选和奥运会；新兴经济体复苏视防疫情况而分化，整体上仍靠中国需求拉动。全球格局“东起西落”正在“加速演进”。

权益篇：2021 年全球股市回归基本面，在共振复苏背景下走向收敛。从中长期趋势看，中国股市从 2019 年的“转折之年”到 2020 年的“转折到复苏”，2021 年有望终结“牛短熊长”的历史，演绎“从复苏到复兴”并确认未来长期向好的大趋势。中国港股定价权逐步回归，估值偏见有望消融，中国资产有机会得以重新估值，建议超配。美股估值受低利率和宽流动性环境支撑，EPS 随经济企稳回升，基本配置需求强大，预计市场风格向价值切换，同时需关注美联储政策拐点。得益于疫情控制后经济复苏，欧元区、英国股市并不悲观。日本股市上涨态势有望延续，但幅度有限。新兴市场受益于美元贬值周期，表现有望强于发达国家市场，越南市场值得观察，但市场规模太小，配置价值不高。

债券篇：中债寻机，美债防危。中债：结构行情，蓄势以待。2021 年经济复苏方向明确，货币政策正常中性，利率债将震荡筑底，年初和年尾或存投资机会，10 年期国债收益率区间在 3%-3.5%；信用债利差面临走阔，信用环境边际收紧，资质下沉仍需谨慎，而制度建设和对外开放将带来长期利好；可转债估值吸引力有所下降，回归正股思维；中资美元债：多空交织，优势弱化，或受美债拖累，需防信用风险传导。美债：2021 年经济修复叠加通胀预期将使美债易跌难涨，预计 10 年期美债利率区间为 0.8%-1.3%。

汇率篇：全球经济复苏是 2021 年外汇市场主要决定因素。在此背景下，风险货币整体受益，避险货币或被压制。人民币受益于疫情控制最好、国债利差走阔、制造业综合优势等因素，有望维持强势。美元随着美联储宽松延续叠加自身信用透支，预计全年维持低位，节奏前低后高。其他货币方面，欧元有望继续上行，英镑重点关注脱欧进展，日元随避险消退强势难续，商品货币加元、澳元因全球需求复苏获得提振。

商品篇：2021 年黄金与白银前期受益于宽松政策，美元指数贬值预期逐步兑现；后续关注美国财政政策宽松，经济复苏及随之而来的通胀上升预期。我们上半年仍看好黄金、白银，三季度及以后谨慎观察行情拐点。大宗商品方面，2021 年原油受全球共振复苏拉动，需求回暖，主力合约价格有望上涨至疫情大流行前水平。

配置篇：在“东起西落”的长期趋势及 2021 年“东起西落、加速演进”的宏观主题背景下，从估值、经济增长、宏观政策等方面去分析全球各种资产，以及基于对未来 3-5 年的长期判断，我们认为，2021 年全球大类资产配置顺序为大宗商品、权益、黄金、债券。疫情之后全球市场回归经济共振复苏基本面；中国经济乘势而上，引领全球；中国资产，价值重估。全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（谨慎推荐）、中国港股（谨慎推荐）。鉴于流动性宽松和配置需求仍在，建议标配美股，但需警惕美联储政策拐点冲击；欧洲、英国、日本市场，估值有望修复，建议标配。债券方面，鉴于当前可转债估值高企，性价比减弱，建议标配；利率债因经济复苏，货币政策回归正常，建议标配；信用债利差走阔，中资美元债跟随美债，建议标配。美债因收益率低位，经济复苏叠加通胀预期，建议低配（保守）。商品方面，黄金因前有抗疫宽松政策和美元贬值，后有经济复苏和财政刺激通胀预期，预计仍有上升空间但同时需关注行情拐点，建议标配；原油受全球共振复苏，需求回暖，价格有望恢复至疫情大流行前水平，供给端在价格驱动下将发挥逆周期调节作用，建议标配。货币方面，美元贬值预期强烈，建议低配（保守），超配人民币（谨慎推荐）、欧元（谨慎推荐），加元、澳元、英镑标配，日元保守。

Contents
目录

1 回顾篇：疫情下实体的阴霾，宽松中资产的晴空

1.1 疫情肆虐，全球衰退 10
1.1.1 全球疫情：新冠全球大流行，中国治理优势凸显 10
1.1.2 全球经济：疫情冲击，先抑后扬 11
1.2 货币宽松，资产“V”反 12
1.2.1 全球政策：各国政策，次第宽松 12
1.2.2 全球资产：风险资产，“V”型反转 12
1.3 策略回顾：继续超配中国，配置绩效显著 14
1.3.1 年度策略：继续超配中国，分享复苏成果 14
1.3.2 季度修正：面对疫情，积极应对 15
1.3.3 组合表现：策略组合，表现抢眼 17

2 宏观篇：后疫情时代，全球新格局

2.1 全球格局：疫情之后，秩序重构 20
2.1.1 全球疫情：渐行渐远，余波难平 20
2.1.2 全球经济：节奏分化，共振复苏 21
2.1.3 国际格局：秩序重构，区域协同 22
2.2 中国经济：乘势而上，引领复苏 22
2.2.1 经济态势：开局之年，稳中有进 22
2.2.2 物价通胀：均值下移，温和无忧 29
2.2.3 货币政策：稳健灵活，回归正常 31
2.2.4 财政政策：增量难继，提质可期 33
2.2.5 发展规划：百年远景，改革创新 34
2.3 美国宏观：大选落幕，经济修复 36
2.3.1 美国政策：大选落定，新政掀幕 36
2.3.2 美国经济：供需缺口收敛，通胀压力显现 37
2.3.3 美联储政策：覆水难收，延续宽松 39
2.4 欧元区、日本以及其他新兴经济体 40
2.4.1 欧元区：弱势复苏，亮点难寻 40
2.4.2 日本：依赖出口，终看全球 44
2.4.3 其他新兴经济体：疫情冲击，表现分化 46

3 权益篇：全球回归基本面，东方持续复兴

3.1 中国股市：从“复苏”到“复兴” 50
3.1.1 A 股：复苏之势，复兴之路 50
3.1.2 港股：定价权终将回归，估值偏见有望消融 58
3.2 美国股市：配置需求仍在，风格或将切换 68
3.2.1 美股估值高企，低利率提供支撑 68
3.2.2 盈利修复，优于欧日 69
3.2.3 政党轮换理念转变，市场风格或将切换 71
3.3 欧洲股市：触底反弹 不用悲观 72
3.3.1 极端事件，极值凸显 72
3.3.2 横向比较，有望补涨 73
3.3.3 英德有机会，问题亦不少 73
3.4 日本股市：基本面逻辑弱化，流动性驱动补强 74
3.4.1 估值优势弱化 74
3.4.2 盈利虽仍待恢复，但宽松政策提供支持 74
3.4.3 央行购股，继续助力 75
3.4.4 结论 75
3.5 新兴市场：中国之外，观察越南 75
3.5.1 无限量宽，估值高企 75
3.5.2 弱势美元，资本外溢 76
3.5.3 承接中国，越南可期 78
3.5.4 估值洼地，静待爆发 79

4 债券篇：中债寻机，美债防危

4.1	国内货币市场：政策为锚，波动收窄	82
4.1.1	回顾 2020 年：低位宽幅波动	82
4.1.2	展望 2021 年：围绕中枢震荡	83
4.2	国内债市：结构行情，蓄势以待	83
4.2.1	利率债：震荡筑底，阶段机会	83
4.2.2	信用债：利差走阔，谨慎下沉	90
4.2.3	可转债：高光之后，回归正股	93
4.3	中资美元债：多空交织，优势弱化	96
4.3.1	品种分化预计延续	97
4.3.2	关注违约风险传导	98
4.4	美国债市：易跌难涨，短优于长	99
4.4.1	经济修复叠加通胀预期，利空长端	99
4.4.2	流动性未见收紧信号，支撑短端	99
4.4.3	美债海外吸引力下降，长期利空	100
4.4.4	高收益美债的估值极高，短期谨慎	100

5 汇率篇：复苏为“矛”，利差为“盾”

5.1	人民币：升值空间打开，重心或将上移	102
5.1.1	疫情控制全球最好，经济已至常态	102
5.1.2	中美国债利差高企，支撑人民币汇率走强	102
5.1.3	制造业产业链优势，带动人民币资产重估	103
5.1.4	经常项目盈余扩大，资本项目加速流入	104
5.2	美元：积弱难返，前低后高	106
5.3	欧元：触底反弹，突破上行	107
5.4	英镑：有望脱欧，谨慎乐观	109
5.5	日元：强势难续，关注疫苗	110
5.6	澳元：复苏支撑，强势震荡	111
5.7	加元：受益油价上涨，或将温和攀升	113

6 商品篇：金银仍有空间，原油震荡上行

6.1	金银：坚持货币逻辑，攻防转换前夜	116
6.1.1	资产负债表迅速扩张，但不排除出现拐点	116
6.1.2	负利率债券规模不断加大，利好贵金属重返升势	117
6.1.3	极低利率预期趋于稳定，宽松政策仍将持续	117
6.1.4	贵金属下一波涨势源自通胀，预期显示上半年向上概率大	118
6.1.5	2021 年金银展望：价格先涨后跌，全年高点或将出现在三季度	119
6.2	原油：需求恢复路漫漫，油价料温和走升	120
6.2.1	需求缓慢复苏，将作为主要驱动因素	120
6.2.2	供给弹性较大，发挥逆周期调节作用	122
6.2.3	库存维持去化，油市艰难寻觅再平衡	125

7 配置篇：2021 年全球大类资产配置策略与中行解决方案

7.1	宏观主题：东起西落，加速演进	128
7.2	全球资产配置建议：全球财富加速再平衡，亚洲份额有望提升	128
7.2.1	权益市场	129
7.2.2	债券市场	130
7.2.3	汇率	130
7.2.4	商品市场	131
7.3	中国银行解决方案	132
7.3.1	我们的配置理念	132
7.3.2	我们的资产配置方法论	132
7.3.3	我们的 2021 年资产配置解决方案	132

风险提示及免责声明 136

Contents
图表目录

图表 01. 截至 11 月 30 日全球疫情现状 10
图表 02. 海外疫情发展趋势图 11
图表 03. 中国疫情发展趋势图 11
图表 04. 2020 年主要国家 GDP 增速 11
图表 05. 2020 年主要国家 PMI 增速.....11
图表 06. 2020 年全球主要国家财政政策 12
图表 07. 2020 年全球主要国家货币政策 13
图表 08. 2020 年全球主要股指涨幅 13
图表 09. 2020 年石油价格走势（NYMEX 和 ICE）..
.....13
图表 10. 2020 年全球主要国家国债收益率走势.....14
图表 11. 2020 年黄金价格走势 14
图表 12. 2020 年中国银行投资策略季报、周报与万得全 A 指数走势拟合图.....15
图表 13. 2020 年中国银行大类资产配置观点季度修正图 16
图表 14. 2020 年中国银行策略跟踪组合业绩情况（截至 2020.12.02）.....17
图表 15. 2020 年中国银行策略周报年初几期推荐的产品组合业绩情况 17
图表 16. 2020 年中国银行中银慧投组合表现 18
图表 17. 2020 年中国银行中银慧投代表组合表现 ..18
图表 18. 全球新冠肺炎死亡率在下降 20
图表 19. 各国就业率的恢复还需要时间.....20
图表 20. 辉瑞与 Moderna 疫苗产品要素比较.....21
图表 21. PMI 及分项表现“V 型”反转 22
图表 22. 工业企业利润和规模以上企业工业增加值 .23
图表 23. 固定资产投资累计同比 24
图表 24. 投资拉动或弱化，消费拉动起重要作用.....24
图表 25. 房地产投资略显疲态.....24
图表 26. 商品住宅价格下滑 24
图表 27. 企业盈利有望持续改善 25
图表 28. 新一轮库存周期及高技术制造业强劲 25
图表 29. 2020 年财政力度远超往年 25
图表 30. 多点开花的城市群.....25
图表 31. 社会消费品零售总额复苏空间较大.....26
图表 32. 中国将成为全球第一大消费市场 26
图表 33. 网上零售额表现优于消费整体水平.....27
图表 34. 居民收入与消费支出向常态回归 27
图表 35. 全球制造业增加值分行业分布.....28
图表 36. 中国对主要地区的出口增速 28
图表 37. CPI 与 PPI 29
图表 38. 能繁母猪存栏与猪肉价格 30
图表 39. 食品价格与非食品价格 30
图表 40. 全球航空客流量仅为疫情前的 10% 31
图表 41. 全球陆地交通运力尚未恢复 31
图表 42. M2 与社会融资规模 32
图表 43. 2020 年前 10 个月金融让利实体约 1.25 万亿 32
图表 44. 2020 年中国宏观杠杆率迅速攀升.....33
图表 45. 财政收入压力有望缓解.....34
图表 46. 2020 年 1-10 月地方债已发行募集资金用途
.....34
图表 47. 双循环的含义.....35
图表 48. 美国经济领先指标持续上行 37
图表 49. 美国 PMI 37

图表 50. 美国就业数据向好.....37
图表 51. 美国住房数据情况.....37
图表 52. 美国制造业逐步恢复.....38
图表 53. 美国经济呈现“需求强于生产”的格局.....38
图表 54. 美国进出口情况.....38
图表 55. 美国货币供应量大幅上行.....39
图表 56. 美国基础货币及货币乘数情况.....39
图表 57. 美联储资产负债表规模大幅扩张.....39
图表 58. 联邦基金目标利率变动情况.....39
图表 59. 美国核心 PCE 走势.....40
图表 60. 欧洲主要国家 GDP 同比增速.....41
图表 61. 欧洲主要国家制造业 PMI.....41
图表 62. 欧元区及其主要国家服务业 PMI.....41
图表 63. 欧元区及其主要国家 M2 增速.....42
图表 64. 欧洲央行信贷规模.....42
图表 65. 欧元区国家政府债务情况.....42
图表 66. 欧盟 28 国工资增速.....43
图表 67. 欧元区社会保险占 GDP 比例.....43
图表 68. 欧元区政府财政盈余情况.....43
图表 69. 日本 GDP 情况.....44
图表 70. 日本 PMI 情况.....44
图表 71. 日本政府债务情况.....45
图表 72. 日本经济分项表现情况.....45
图表 73. 日本国外游客情况.....46
图表 74. AH 溢价率.....46
图表 75. 新兴市场与发达国家 GDP 增速下跌.....47
图表 76. 全球实际 GDP 增速再现断崖式下跌.....47
图表 77. 巴西出口占 GDP 比重及对华出口比重.....47
图表 78. 印度出口占 GDP 比重及对华出口比重.....48
图表 79. 部分新兴市场国家债务情况.....48
图表 80. 2020 年主要宽基指数估值整体回升.....51
图表 81. 沪深 300 市盈率纵向对比.....51
图表 82. 沪深 300 市净率纵向对比.....51
图表 83. 全球主要市场市盈率对比.....52
图表 84. 2020 年 GDP 增速与非金融石化上市公司利润增速.....52
图表 85. IMF 对世界主要经济体未来经济增速预测.53
图表 86. 公募基金新募份额与存量份额变动.....54
图表 87. 私募基金规模发展情况.....54
图表 88. 非保本理财产品存量规模及投资权益占比.55
图表 89. 保险资金发展情况.....55
图表 90. 全国社保基金规模.....55
图表 91. 融资融券余额.....55
图表 92. 陆股通月度资金流入.....56
图表 93. 境外资金持股市值规模及占比.....56
图表 94. 2020 年增量资金测算及 2021 年展望.....57
图表 95. 全球主要股指年度涨跌幅.....58
图表 96. 港股今年以来各行业涨幅对比.....59
图表 97. 全球主要股指 PE(TTM) 对比.....59
图表 98. 全球主要股指 PB(LF) 对比.....60
图表 99. AH 溢价水平.....60
图表 100. 港股首发募资总额.....61
图表 101. 2018 年以来香港 IPO 融资金额按行业分布.....61
图表 102. 市场总成交金额按投资者类别的分布（机构 / 个人）.....62

Contents
图表目录

图表 103. 市场总成交金额按投资者类别的分布（本地 / 外地）.....62
图表 104. 外地投资者交易金额来源地的分布.....63
图表 105. 港股通成交额在港股总成交额中占比.....63
图表 106. 港股通持仓市值前十变化.....64
图表 107. 纳斯达克指数中中概股成交金额占比.....64
图表 108. 中国估值排名靠前的独角兽公司.....65
图表 109. 恒生科技指数与纳斯达克指数走势.....66
图表 110. 恒生国企指数前十大成份股权重.....66
图表 111. 恒生指数前十大成份股权重.....66
图表 112. 内地公募基金投资港股情况.....67
图表 113. 港股与美元指数（倒序）的背离正在修复67
图表 114. 纳斯达克指数与标普 500 估值创新高.....68
图表 115. 美国估值横向对比处于高位.....68
图表 116. 标普 500 增长贡献拆解图.....69
图表 117. 美国估值受益于低利率环境.....69
图表 118. 标普 500 成份股 EPS 增长显著快于欧洲.....69
图表 119. 年初至 10 月末标普 500 成份股 EPS 跌幅相对较低.....69
图表 120. 标普 500 指数 ROIC 显著高于欧洲和日本.....70
图表 121. 标普 500 指数净利润率高于欧洲和日本..70
图表 122. 过去五年回购是美股市场最大的增量资金来源.....70
图表 123. 美国科技巨头表现优于指数.....71
图表 124. 美国估值分化明显.....71
图表 125. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况.....72
图表 126. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况....72
图表 127. 2020 年 3 月 23 日至 11 月中旬欧洲重点国家股指与美国道琼斯指数涨幅.....73
图表 128. 东京交易所每股收益.....74
图表 129. 日本央行持有 ETF 占总市值比重.....75
图表 130. 今年以来主要新兴市场表现.....76
图表 131. 主要新兴市场估值水平变化 P/E（TTM）76
图表 132. 在不同的美元升贬值周期内，主要经济体权益市场表现出现分化.....77
图表 133. 财政、经常账户赤字率上升推动美元重返下跌通道.....78
图表 134. 2006 年外资加速流入推升越南经济.....78
图表 135. 类比 2002-2009 年外资快速涌入中国...78
图表 136. 外资是越南经济发展的重要推动力.....79
图表 137. 城市化为经济发展提供了必要条件.....79
图表 138. 越南胡志明指数仍处于估值洼地.....80
图表 139. MSCI 前沿指数 10 月底国家占比.....80
图表 140. 央行上半年降准和降超储.....82
图表 141. 货币市场利率波动加大.....82
图表 142. 同业存单利率回升至疫情前水平.....82
图表 143. 货币市场利率围绕中枢震荡.....83
图表 144. 2020 年利率债收益率和期限利差变动情况.....84
图表 145.2009 年经济复苏阶段 10 年期国债的表现.....84
图表 146. 2020 年经济复苏初期 10 年期国债的表现..84
图表 147. 10 年期国债收益率的估值情况.....85

图表 148. 10 年期和 1 年期国债收益率期限利差 85
图表 149. 结构性存款的压降使得同业存单利率上升86
图表 150. 负债端压力减弱商业银行债券的配置力度 ...
.....86
图表 151. 金融机构超储率处于低位.....86
图表 152. 2020 年和 2021 年同业存单的到期情况.86
图表 153. 2021 年国债 + 地方政府债发行预测.....87
图表 154. 2021 年政策性金融债发行预测 87
图表 155. 2017-2020 年国债和地方政府债各季度发
行情况 88
图表 156. 中美利差处于历史高位.....89
图表 157. 境外机构债券持仓变化.....89
图表 158. 中国债券纳入全球三大主要债券指数的时
间表 89
图表 159. 2020 年债券市场的对外开放举措.....90
图表 160. 一级发行量前高后低 90
图表 161. 发行利率先下后回升 91
图表 162. 民企净融资转正 91
图表 163. 信用利差处于历史低位.....91
图表 164. 债市调整以来信用债表现优于利率债 91
图表 165. 中低等级信用债到期压力不减 92
图表 166. 民企信用债到期压力不减 92
图表 167. 违约主体数量和新增违约主体数量下降...92
图表 168. 国企违约规模和数量占比大增 92
图表 169. 信用债发行制度改革推进 93
图表 170. 2018 年以来中证转债指数持续跑赢上证
指数 93
图表 171. 2020 年转债市场表现火爆，全市场换手率
高企.....93
图表 172. 可转债发行数量和规模.....94
图表 173. 可转债基金历年数据及规模.....94
图表 174. 公募基金持可转债市值继续增长 94
图表 175. 公募基金持可转债占比继续增长 94
图表 176. 二级债基持有转债规模.....95
图表 177. 沪深 300 指数风险溢价处于 2018 年以来
低位.....95
图表 178. 可转债转股溢价率.....95
图表 179. 可转债行业分布 96
图表 180. 2020 年投资级表现优于高收益级.....97
图表 181. 中资美元债回报表现与美国信用债正相关 .97
图表 182. 境内外违约主体重合度较高 98
图表 183. 中资美元债和境内信用债利差不足.....98
图表 184. 通胀预期令国债收益率先于实际通胀上行 ...
.....99
图表 185. 美联储量化宽松扩表速度放缓 99
图表 186. 美债对于海外投资者的吸引力下降.....100
图表 187. 美国高收益企业债的收益率已处于极低位置
.....100
图表 188. 主要国家疫情数据.....102
图表 189. OECD 综合领先指标.....102
图表 190. 主要国家 10 年期国债收益率 103
图表 191. 中美 10 年期国债利差与美元兑人民币汇率.
.....103
图表 192. 中国出口金额同比数据.....103
图表 193. 2014 年世界各国制造业总产出分布图.....103
图表 194. 与中国贸易额排名该国前两位的国家分布..104

Contents
图表目录

图表 195. 中国国际收支经常项目（旅游和货物）...105
图表 196. 外商直接投资情况.....105
图表 197. 美元指数与美国联邦基金利率 106
图表 198. 美国国债持有情况..... 106
图表 199. 美国季调失业率 107
图表 200. 美国季调 CPI 同比.....107
图表 201. 欧元区 HCIP 和失业率数据..... 108
图表 202. 英国通胀数据和央行基准利率..... 109
图表 203. 日本 GDP 当季同比.....110
图表 204. 日本核心 CPI 当月同比.....110
图表 205.VIX 指数与美元兑日元汇率.....111
图表 206. 澳洲、悉尼房价和澳洲利率对比.....112
图表 207. 加拿大消费者信心指数与 PMI. 113
图表 208. 加元和油价走势对比 114
图表 209. 美联储资产负债表规模和国际金价的对比 ...
..... 116
图表 210. 全球负利率债券规模和国际金价的对比.117
图表 211. 国际金价与欧洲美元利差走势图..... 118
图表 212. 金、银、铜价（下图）与多国 CPI（上图）
数据对比..... 118
图表 213. 美国 10 年期国债与 TIPS 收益率差值（下图）
与金银价格（上图）数据对比..... 119
图表 214. 2021 年黄金、白银价格波动路径预测. 119
图表 215. 新加坡轻中重质馏分库存 120
图表 216. 各品种裂解价差 120
图表 217. 中国原油进口量 121
图表 218. 2020 年一至三季度全球原油供需同比变动 .
.....122
图表 219. 美国页岩油活跃钻井数与油价（滞后 19 周）
的同比变化 123
图表 220. 页岩油预期可大幅恢复生产的油价水平.123
图表 221. 美国原油新增钻井盈亏平衡点.....123
图表 222. 原油生产与消费预测 124
图表 223. 美国原油商业库存.....125
图表 224. 美国汽油库存.....125
图表 225. 库欣原油库存.....125
图表 226. 美国馏分油库存 125
图表 227. 中东至中国 VLCC 运费 126
图表 228. Brent 首行 /6 行合约价差 126
图表 229. 2020 年全球资产配置观点一览表..... 128
图表 230. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置
方案 133
图表 231. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置
方案最佳模型.....133
图表 232. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案134
图表 233. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案最
佳模型 134
图表 234. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案 135
图表 235. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案最
佳模型 135



回顾篇

疫情下实体的阴霾，宽松中资产的晴空

2020 年全球遭遇新冠疫情大流行，中国治理优势凸显；疫情冲击，实体经济一片阴霾；各国政策、次第宽松；风险资产，“V”型反转，资产价格一片晴空。中行策略，积极应对；继续超配中国，配置绩效显著；策略组合，表现抢眼。

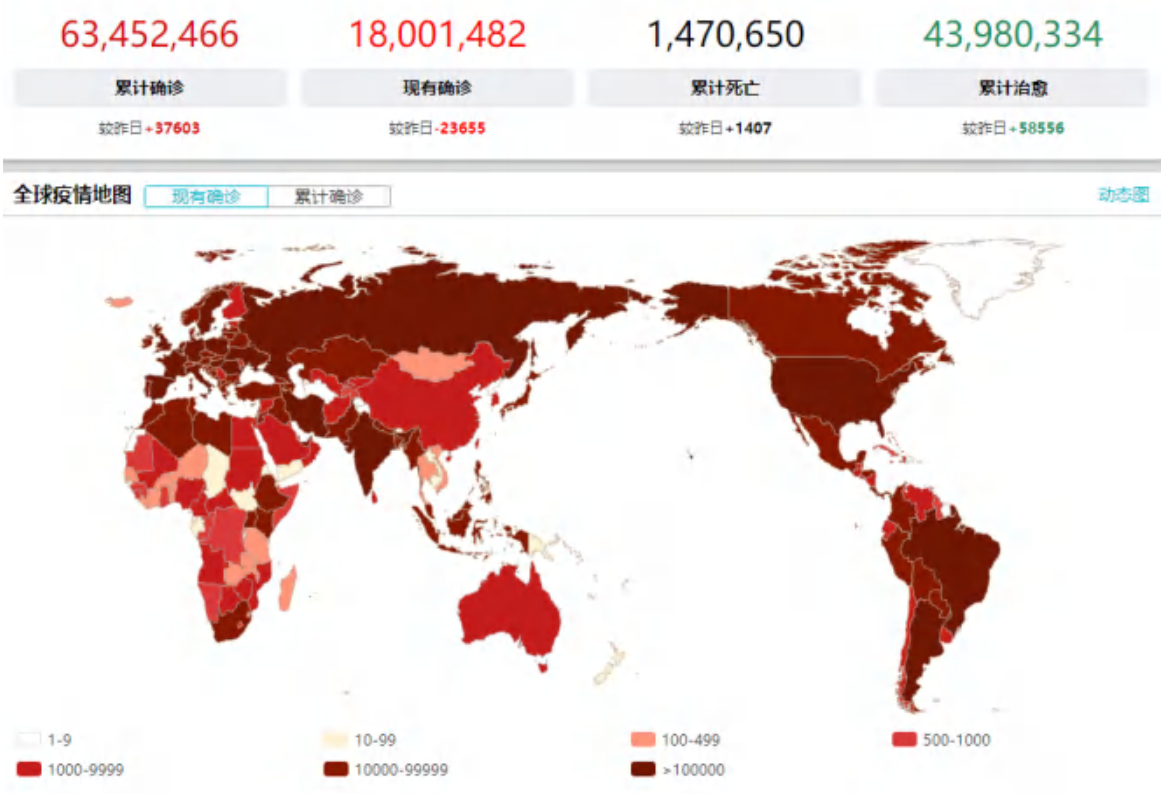
1.1 疫情肆虐，全球衰退

2020 年全球经济遭遇新冠疫情“黑天鹅”事件冲击，全球主要经济体经济增长出现断崖式下跌，实体经济笼罩在疫情的阴霾之下。面对此危局，全球主要经济体先后提高财政赤字规模，全球央行开启货币超宽松模式，尤其是美联储进行了大规模扩表。大量流动性的投放在稳定经济的同时，也推动各类资产价格上涨，个别资产甚至出现泡沫化迹象。

1.1.1 全球疫情：新冠全球大流行，中国治理优势凸显

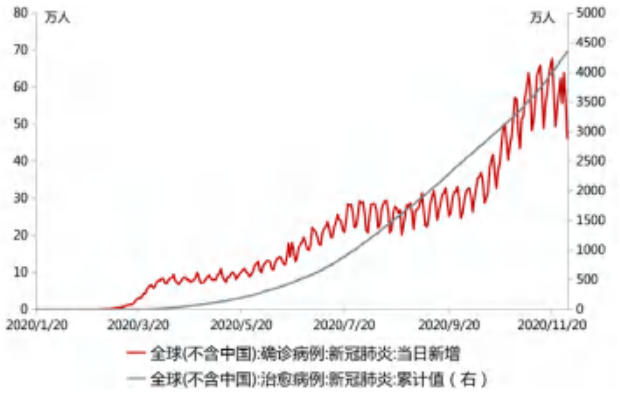
2020 年，新冠肺炎大流行成为本年度全球经济最重要的外部影响因素。截止 11 月 30 日，全球共有 223 个国家或地区的 6345 万人感染新冠肺炎，死亡人数超过 147 万人。随着全球第二波疫情的爆发，近期感染人数持续增加，日新增确诊病例维持在 48 万人以上，累计感染人数前三的国家美国、印度、巴西感染人数分别达 1392 万、946 万和 634 万。这次席卷全球的新冠疫情在全球范围内对国家治理模式与治理能力进行了一次实证检验，中国国家治理体系与能力优势凸显伟大的抗疫精神，向全世界展现了中国力量。

图表 01. 截至 11 月 30 日全球疫情现状



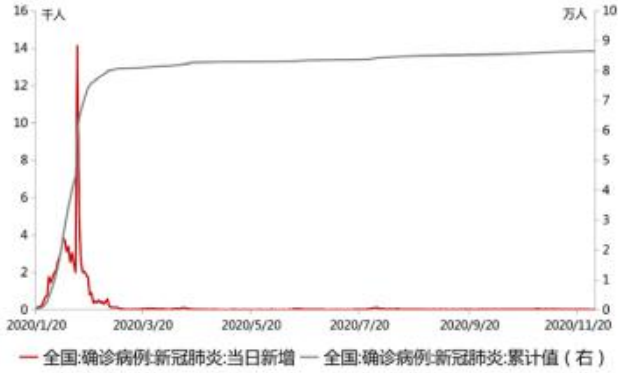
资料来源：万得，中国银行

图表 02. 海外疫情发展趋势图



资料来源：万得，中国银行

图表 03 . 中国疫情发展趋势图

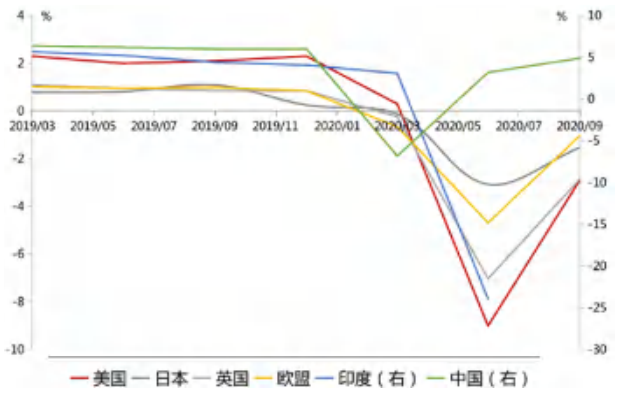


资料来源：万得，中国银行

1.1.2 全球经济：疫情冲击，先抑后扬

全球主要经济体 GDP 在 2017 年底到 2018 年初见顶回落，2019 年整体延续了 2018 年以来的回落趋势，原本预计 2020 年全球经济有可能阶段性企稳，但新冠疫情“黑天鹅”造成全球经济断崖式下跌，全球经济陷入短期衰退。IMF 最新预测，2020 年全球经济将萎缩 4.4%，其中发达经济体 GDP 增速为 -5.8%，新兴市场及发展中经济体 GDP 增速为 -3.0%，中国将是全球唯一实现正增长的主要经济体，预计 2020 年增速在 2% 左右。观察主要国家 GDP 和 PMI 走势，基本呈现先抑后扬的态势，但截止目前，尚未恢复到疫情前的水平。

图表 04. 2020 年主要国家 GDP 增速



资料来源：万得，中国银行

图表 05. 2020 年主要国家 PMI



资料来源：万得，中国银行

1.2 货币宽松，资产“V”反

1.2.1 全球政策：各国政策，次第宽松

面对新冠疫情的冲击，各国政府果断采取行动挽救经济于不倒。在财政政策方面，日本、意大利、德国、南非财政刺激规模分别达到其 GDP 的 48%、47%、28.2% 和 20.3%；美国也达到其 GDP 的 17.5%。相对来讲，中国的财政刺激规模仅占 GDP 的 3.2%，主要通过提高财政赤字率至 3% 以上，发行专项债、发行特别国债等精准施策进行应对。在货币政策方面，以美国为代表的四大央行紧急采取了降息、降准、购买资产（包括国债、企业债，日本央行还购买了证券交易所 ETF 等）政策，美国还推出了薪资保护计划流动性便利等一揽子宽松货币政策。中国央行也果断采取降准，引导 LPR 贷款利率下行、向中小企业提供再贷款并对到期贷款实行临时性延期等手段；巴西、印尼、印度等其他新兴经济体除了降息、降准之外，还采取了汇率稳定政策。综合来看，中国政府施行的财政政策及货币政策均较为克制，用相对较小的代价化解了疫情冲击风险。

图表 06. 2020 年全球主要国家财政政策



资料来源：*万得，中国银行*

1.2.2 全球资产：风险资产，“V”型反转

受新冠肺炎全球大流行和各国超常规政策刺激的影响，全球风险资产大多呈先抑后扬，将深“V”反转演绎得淋漓尽致。股市方面，一季度，以美国为代表的多国股市熔断并创造历史单日跌幅纪录，其中美国股市三大股指平均下跌 19.37%，较年内高点回撤达 35.55%；欧洲股市方面，英国富时 100、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数一季度平均下跌 25.42%，较年内高点回撤达 35.88%，相继落入技术熊市；中国股市（万得全 A）在一季度也下

图表 07. 2020 年全球主要国家货币政策

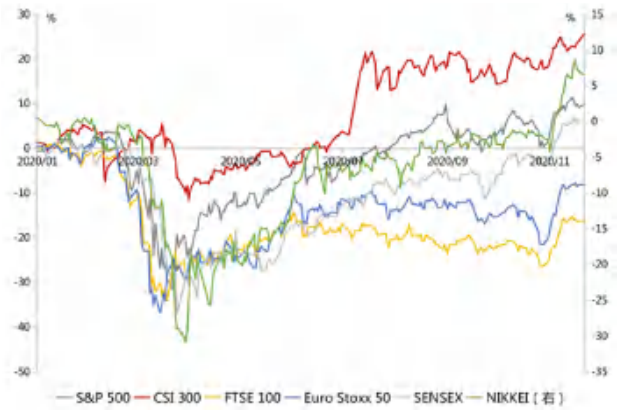


资料来源：摩根资产管理，中国银行

跌 6.79%，全球主要经济体股市均呈现下跌走势。自二季度到 11 月底，全球主要市场开启反弹之路，美国股市三大股指道琼斯工业指数、纳斯达克和标普 500 平均反弹 70.64%，其中纳斯达克反弹 83.95% 并创下历史新高；欧洲英国富时 100、法国 CAC40 指数、德国 DAX 指数较低点分别反弹 29.99%、53.45%、1.57%；日经 225 反弹 61.59%；中国股市（万得全 A）反弹 39.11%，全球主要股市整体呈现典型的“V”型走势。

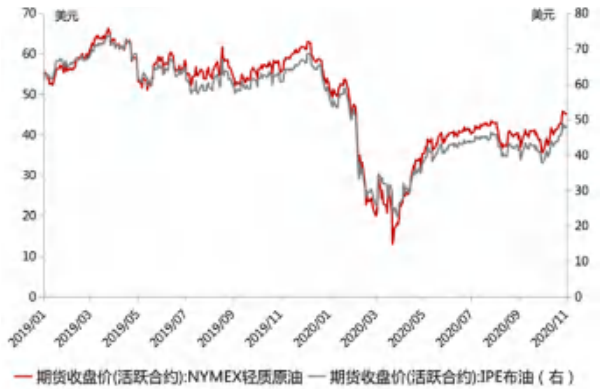
把“V”型反转演绎到极致的是原油。NYMEX 原油期货连续合约和 ICE 布油期货连续合约一季度分别下跌 67.08% 和 60.73%，分别收于 20.10 美元 / 桶和 25.92 美元 / 桶，成为一季度全球表现最差的资产。

图表 08 . 2020 年全球主要股指涨幅



资料来源：万得，中国银行

图表 09.2020 年石油价格走势（NYMEX 和 ICE）

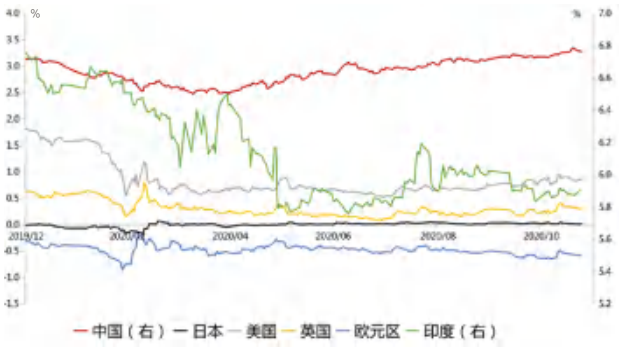


资料来源：万得，中国银行

全球债券市场收益率也呈现“V”型走势。一季度中美 10 年期国债收益率分别下行 55bp 和 122bp，在全球大类资产中分别排名第 1 和第 3，是少数几个录得正收益的资产。二季度之后，中美债市收益率以上行为主，表现略有分化，其中，中国债市持续急剧下跌，至 2020 年 11 月底，10 年期国债收益率大幅上行 66bp；而美债跌势相对缓和，三季度高位横盘，四季度才开始回调，10 年期国债收益率较一季度末上行 14bp。

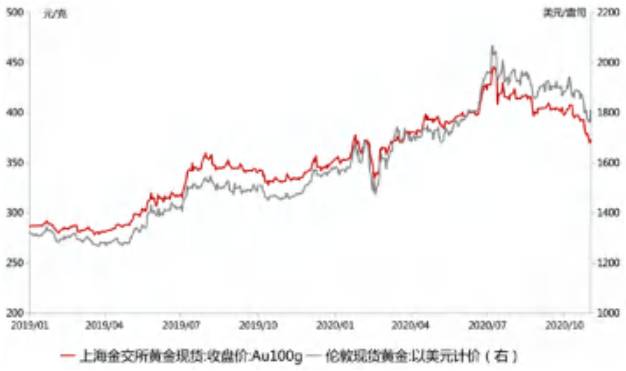
与之相对应，作为避险资产的黄金——伦敦金和沪金走势与风险资产呈现相反的走势，在前三季度分别上涨 24.27%、17.37%，9 月 -11 月底则下跌 4.18%、7.97% 。

图表 10. 2020 年全球主要国家国债收益率走势



资料来源：万得，中国银行

图表 11.2020 年黄金价格走势



资料来源：万得，中国银行

1.3 策略回顾：继续超配中国，配置绩效显著

1.3.1 年度策略：继续超配中国，分享复苏成果

中国银行在 2019 年 12 月 20 日发布了《2020 年中国银行个人金融全球资产配置白皮书》，这是中国银行第二次发布相关报告。报告观点：在“东起西落”的长期趋势及 2020 年“美国与世界分化”宏观主题背景下，从估值、经济增长、宏观政策等方面去分析全球各种资产，以及基于对未来 3-5 年的长期判断，我们认为 2020 年全球大类资产配置顺序为权益、黄金、债券、大宗商品。全球权益优先配置中国股市，中国港股积极推荐，中国 A 股超配（谨慎推荐）；美股顶部震荡，波动增大，应阶段性降低仓位，波段操作并逐年调降配置比例，建议标配；新兴市场中国之外，适当配置印度；英国标配，欧洲、日本低配，保守对待。债券方面，鉴于可转债攻守两全，可阶段性跟随 A 股上行，有望获取超额收益，建议超配（谨慎推荐）；利率债因通胀与供给压力，经济企稳，叠加避险效应递减，全年难涨易跌，建议保守；信用债和中资美元债标配。美债因经济放缓，降息仍可期，美避险支撑，建议标配。商品方面，黄金因宽松货币政策仍有发酵空间，避险需求间歇性发生，建议超配（谨慎推荐）；原油供需处于动态平衡，价格继续盘整，建议低配（保守）。货币方面，积极推荐英镑，人民币、欧元谨慎推荐，加元、日元标配，美元、澳元保守。

1.3.2 季度修正：面对疫情，积极应对

中国银行“投资策略与资产配置专家组”在年度资产配置策略的基础上，紧跟宏观政策变化和微观市场反应，相机决策。2020 年面对新冠疫情“黑天鹅”事件，中国银行策略敏捷反应，通过策略周报、季度策略报告等对年度报告进行补充和完善，更好的指导客户资产配置工作。

一季度，中国银行策略周报在几个关键时间点给出了相对正确的建议。春节前我们用“节前交易或趋淡，蓄势整理谋节后”周报标题建议谨慎对待以规避长假风险。春节期间新冠疫情爆发，节后第一交易日万得全 A 大跌 8.16%，我们在盘中将本周观点“短期深调宜忍耐，中期布局迎良机”提前传导至客户，在市场情绪最为脆弱之时，我们为客户鼓气，帮助其战胜恐惧，默默点亮了希望之灯，照亮其前行的路。在 2 月 24 日的策略周报中，我们用“疫情渐去经济待兴，关注刺激经济板块”的标题，意在提醒投资者，理性对待市场变化，可以考虑在保持权益资产配置比例不变的情况下，适当把老基金转换成新基金加以应对。在投资者非理性情绪抬头，市场风险聚集之时，我们为其默默撑起了抵御风雨的伞。2 月 24 日之后，海外疫情大流行引发国际金融市场剧烈震荡，我们一直都把海外金融市场波动风险作为近阶段影响市场的重要参数，认为在海外风险充分释放之前，A 股需要耐心等待反弹时机，一旦海外风险释放结束，A 股有望率先走出独立行情。

二季度，在大类资产配置方面，我们对美元、日元等进行调升，将港股从超配（积极推荐）调整为超配（谨慎推荐）。维持 A 股从“转折到复苏”的年度观点，对二季度走势研判为“国内权益筑底反弹，中国股市重启复苏”。在具体的节奏把握方面，我们 4 月 7 日用“政策东风如期而至，反弹时机日渐成熟”的周报标题给出二季度底部抬升、震荡盘升的研判，二季度市场走势验证了我们的判断，虽然经历了几次小震荡，但上升趋势保持完好，总体上保持震荡盘升的格局。

三季度，在大类资产配置方面，对印度股市从超配（谨慎推荐）调整为标配。维持 A 股从“转折到复苏”的年度观点，对三季度走势研判为“重回复苏轨道中枢上移，风格轮动演绎结构行情”。认为三季度先扬后抑，震荡整

图表 12. 2020 年中国银行投资策略季报、周报与万得全 A 指数走势拟合图



资料来源：中国银行

固或是大概率事件，建议逢高对前期配置且收益丰厚的产品获利了结，适当进行权益产品以旧换新操作，保持权益资产配置比例不变的前提下适度进行风格转换。具体的节奏把握方面，我们 7 月 13 日用“快速上涨接近尾声，回归常态震荡盘升”的周报标题提示投资者三季度最赚钱的时段告一段落，后续市场很可能就是震荡整理的结构行情，三季度后续的走势与我们季度策略观点比较吻合。

四季度，在大类资产配置方面，我们将加元从标配调降为保守。维持 A 股从“转折到复苏”的年度观点，对四季度走势研判为 “经济持续复苏、市场蓄势整理”。认为四季度经济持续复苏，量能不断积累但尚未到质变的临界点，市场结构存在再平衡的需求。成长与价值、涨幅较高的科技、医药和低估值周期产品存在此消彼长的轮动机会，但整体市场维持区间震荡，蓄势整理备战来年。同时认为，AH 溢价已至阶段性高位，实证显示 AH 溢价具有均值回归的特性，当前港股长期配置的性价比正日益凸显，港股最佳配置时段或已临近。

图表 13. 2020 年中国银行大类资产配置观点季度修正图

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极
美国（标普 500）		●			
欧洲（DAX，CAC）		●			
英国（富时 100）		●			
日本（日经 225）		●			
印度（NIFTY50）			●		
中国 A 股（沪深 300）				●	
中国港股（恒生指数）				●	
债券	**看空**	**保守**	**标配**	**谨慎推荐**	**积极**
美国国债			●		
中资美元债			●		
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
商品	**看空**	**保守**	**标配**	**谨慎推荐**	**积极**
黄金				●	
原油			●		
外汇	**看空**	**保守**	**标配**	**谨慎推荐**	**积极**
美元			●		
欧元			●		
英镑		●			
加元		●			
澳元		●			
日元				●	
人民币				●	

注：红色圆点为二季度修正，黄色圆点为三季度修正，蓝色圆点为四季度修正，黑色维持年度观点。

1.3.3 组合表现：策略组合，表现抢眼

我们按照 2020 年白皮书中大类资产的观点，构建了模拟策略组合，根据策略中的权益类资产、债券类资产和商品类资产分别跟踪相应的市场指数。其中，权益类资产按照我们看好行业优先顺序分别赋予不同权重构建策略跟踪组合（策略 β 组合）。2020 年我们根据各市场的观点按照权益 / 债券 / 另类不同比例分别构建激进组合、稳健组合和保守组合。截止 2020 年 12 月 2 日，三大策略跟踪组合年初至今收益率分别为 40.30%、26.52% 和 11.63%，激进组合和稳健组合均战胜了沪深 300 指数。在结合我行优选产品池构建产品组合方面，我们选取了年初策略周报 3 期、5 期、6 期、7 期推荐的产品组合，年初至今收益率分别为 43.21%、25.3%、26.82% 和 26.90%。其中，我们用策略周报“短期深调宜忍耐，中期布局迎良机”特别推荐的私行组合 3 期（激进组合）年初至今收益率 43.21%，具有很高的 α，是投资策略创造价值的典型代表。

图表 14. 2020 年中国银行策略跟踪组合业绩情况（截止 2020.12.02）



资料来源：中国银行

图表 15. 2020 年中国银行策略周报年初几期推荐的产品组合业绩情况（截止 2020.12.02）



资料来源：中国银行

中国银行在践行策略指导资产配置方面，除了对高净值客户制定个性化的资产配置方案，还将策略与人工智能和大数据技术相结合，通过“中银慧投”面向广大普通客户提供优质、专业、便捷和个性化的普惠式资产配置服务并取得积极成果。今年以来中银慧投所有组合均战胜业绩基准，其中激进型 13-15 号组合涨幅均超过 30%，让普通投资者也享受到了专业的投资策略服务及成果。

图表 16. 2020 年中国银行中银慧投组合表现



名称	上线至今 (2018.04.15-2020.11.23) 组合	上线至今 (2018.04.15-2020.11.23) 跟踪基准	年初至今 (2020.01.01-2020.11.23) 组合	年初至今 (2020.01.01-2020.11.23) 跟踪基准	当月 (2020.11.01-2020.11.23) 组合	当月 (2020.11.01-2020.11.23) 跟踪基准
中银慧投1号	9.92%	4.24%	1.99%	2.89%	-0.23%	0.00%
中银慧投2号	10.06%	4.38%	2.00%	2.90%	-0.24%	-0.01%
中银慧投3号	10.16%	4.48%	1.99%	2.89%	-0.26%	-0.03%
中银慧投4号	19.27%	11.38%	8.08%	3.48%	0.27%	-1.01%
中银慧投5号	19.74%	11.85%	8.25%	3.65%	0.25%	-1.03%
中银慧投6号	19.81%	11.92%	8.40%	3.80%	0.25%	-1.03%
中银慧投7号	30.58%	19.42%	18.18%	7.07%	2.69%	-0.29%
中银慧投8号	32.50%	21.34%	19.49%	8.38%	2.91%	-0.07%
中银慧投9号	33.80%	22.64%	20.45%	9.34%	3.1[illegible]%	0.16%
中银慧投10号	35.61%	21.35%	23.99%	9.13%	2.08%	-1.76%
中银慧投11号	36.52%	22.26%	25.11%	10.25%	2.21%	-1.63%
中银慧投12号	38.10%	23.84%	26.15%	11.29%	2.55%	-1.29%
中银慧投13号	57.75%	43.08%	32.57%	15.28%	1.79%	-2.61%
中银慧投14号	61.64%	46.97%	34.51%	17.22%	1.89%	-2.51%
中银慧投15号	64.45%	49.78%	36.20%	18.91%	2.06%	-2.34%
平均收益率	31.99%	21.26%	17.82%	8.43%	1.42%	-1.03%

图表 17. 2020 年中国银行中银慧投代表组合表现



资料来源：中国银行



宏观篇

后疫情时代，全球新格局

后疫情时代，全球共振复苏，中美仍是增长引擎。中国乘势而上，引领复苏；美国政府换届，重建秩序，复苏有望，但通胀预期抬头。欧洲弱势复苏，空间有限，关注英国脱欧迷局进展。日本复苏依赖出口，新兴经济体复苏分化，整体上依赖中国需求拉动。“东起西落”正“加速演进”。

2.1 全球格局：疫情之后，秩序重构

当今世界正经历百年未有之大变局，国际环境日趋复杂，新冠疫情对全球格局的影响广泛深远。2021 年，疫苗的成功研发与使用将助力国际经贸秩序的修复与调整。对于全球格局焦点的中国与美国而言，2021 年更是别有意义。2021 年是中国“十四五”规划和“双循环”新发展格局的启动之年，也是美国大选后新一届政府的起始之年，中美两国新的内政外交政策和全球化参与方式将显著影响国际格局的演变。

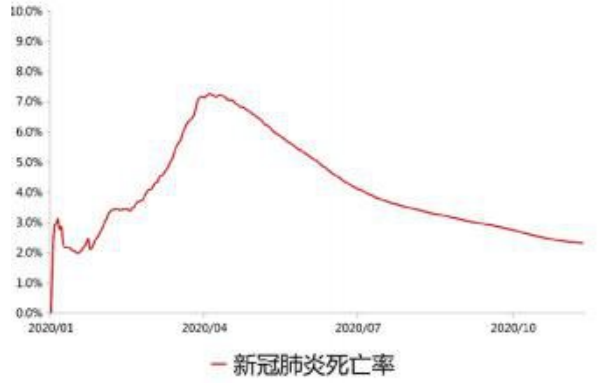
整体来看，2021 年全球经济将以共振复苏为主旋律，国际格局将以秩序重构为主基调。中美将在既协商又竞争、既合作又博弈的互动中前进，继续成为引领全球经济复苏的风向标；尤其是中国，得益于完善与韧性十足的制造业产业链，将成为疫情之后全球复苏和区域合作的重要支点。

2.1.1 全球疫情：渐行渐远，余波难平

疫情冲击终将渐行渐远。全球新冠疫情尚未完全结束，至少在 2021 年上半年仍将延续，但对各国经济活动、社会治安、民众信心等影响将逐渐减弱。一方面，各国正积极地推动和支持疫苗的研发，美国辉瑞、Moderna、中国国药集团等机构捷报频传，疫苗的上市指日可待。另一方面，虽然美国新增病例再创新高，欧洲国家重新实施封锁政策，拉美疫情仍在蔓延，亚洲部分国家也出现反弹，但是新冠疫情的传染率并未抬升太多，而且死亡率明显下降，疫情的边际影响递减。疫情初期的 2020 年 4 月，全球新冠肺炎的死亡率高达 7.3%，此后死亡率一路下降。根据美国约翰斯·霍普金斯大学 11 月 30 日发布的新冠疫情最新统计数据显示，目前全球新冠肺炎的死亡率约 2.32%。随着疫苗研发不断取得进展，各国应对疫情经验日渐丰富，疫情冲击终将渐行渐远。

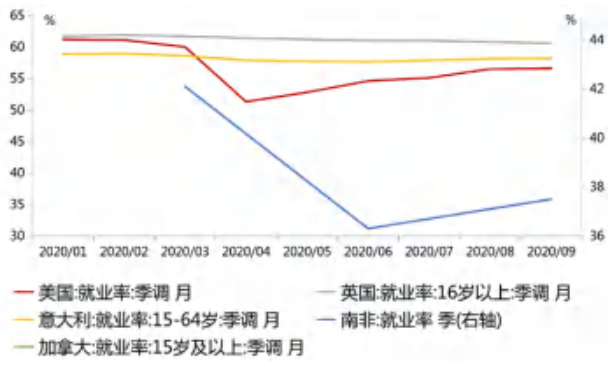
复苏路上偶有余波。考虑到秋冬季“二次”甚至是“三次”疫情的趋势显现，疫苗效果尚待进一步验证，而且疫苗在存储、推广等方面存在技术难度，短期内在全球范围内普及还有难度。除已有效控制疫情的中国，检测能力强、医药研发能力高的发达国家将先于拉美亚等地区控制住疫情。疫情有效控制之前，各国间人员往来受限，这将限制全球经济复苏的高度；全球就业恢复尚需时日，由此带来的居民收入下滑、全球贫困状况恶化等亦将成为全球经济复苏的制约因素。

图表 18. 全球新冠肺炎死亡率在下降



资料来源：万得，中国银行

图表 19. 各国就业率的恢复还需要时间



资料来源：万得，中国银行

2.1.2 全球经济：节奏分化，共振复苏

根据 IMF 的最新预测，2021 年全球有望迎来衰退后的复苏，预计全球经济增速回升至 5.2%，但相较 2019 年，实际增长不足 0.6%。在全球经济有望改善的同时，各国增长的动能和节奏或将分化，大概率呈现次第式共振复苏。

疫苗的上市将助力全球经济复苏。当前全球疫情形势仍然严峻，疫苗正在与病毒赛跑，BioNTech、Moderna 相继宣布疫苗有效性超 90%，且不良反应症状较轻。两家公司已向 FDA 提交疫苗紧急使用授权，预计首批疫苗将于 12 月上市。美国卫生部长阿扎尔表示，预计到 12 月底，辉瑞和 Moderna 的新冠疫苗供应量将达 4000 万剂。预计欧美将于 2021 年 2-3 月开始大规模接种，由此带动其经济在 2021 年二季度开始加速复苏。

图表 20. 辉瑞与 Moderna 疫苗产品要素比较

产品要素	辉瑞 /BioNTech	Moderna
疫苗类型	mRNA	mRNA
有效性	95.00%	94.50%
生效时间	接种后 7 天	接种 2 针后 2 周
运输条件	2-8 度存储 5 天，-70 度运输	2-8 度稳定存储 30 天，-20 度存储 6 个月
定价	19.5 美元 / 针	32-37 美元 / 针，15 美元（收购价）
产量	2020 年底 5000 万，2021 年 13 亿剂	2020 年底 2000 万，2021 年 5-10 亿剂

防疫的态度将影响各国复苏的节奏。各国对待疫情的态度各不相同，以中国为代表的国家，以完全阻断新冠病毒的传播为目标，对出现新增病例的地区采取强制管控措施；以美国、巴西、印度为代表的国家，以将感染率和死亡率控制在一定水平为目标，采取的措施相对温和；欧洲则介于中国和美洲国家之间。各国不同的防疫政策和疫苗研发进度将导致各国经济复苏程度各不相同，整体来说除了中国，欧美发达国家或将在 2021 年获得先行复苏的条件。

中美经济仍是带动全球增长的动力。美国方面，拜登新政府对于防疫的重视度高于特朗普政府，加上疫苗上市，美国有望从 2021 年二季度开始出现比较迅速的恢复。新一轮财政补贴计划正在加速出台、超万亿美元的基建刺激方案有望落地，这都将成为明年全球经济增长的重要力量。中国方面 ，2021 年或将延续 2020 年的增长优势，稳步增加在全球 GDP 中的份额，继续充当全球经济增长的火车头。2020 年全球新冠疫情期间，中国产业链实力演绎，为全球供应链的连续性提供了保障。疫情过后，2021 年全球产业链或将发生变化，尤其是部分发达经济体将强调关键战略物资供应链回流本土，高度重视对自身战略物资的控制并收紧外资收购政策等。但是中国作为一个坐拥 14 万亿美元 GDP 的超大规模经济体，在有效激发全球需求的同时，更将在全球产业链与供应链的枢纽职能上发挥举足轻重的作用。中国还将继续推进产业链现代化、数字化、区域化，积极推动全球产业链供应链稳定合作，进一步提升中国在亚太产业链中的地位。事实上，外资对于中国的制度优势、市场优势、劳动力数量质量、生产效率、配套基础设施等优势十分认可，《美国企业在中国白皮书》及《中国欧盟商会商业信心调查 2020》显示中国市场对大多数在华外资企业有着强烈的吸引力。

2.1.3 全球秩序：格局重构，区域协同

经贸秩序陆续重构。近几年来，全球保护主义、民粹主义、单边主义抬头，国际多边经贸体系遭到极大破坏。2021 年，拜登上台后，美国有望回归传统外交政策，重塑国际经贸秩序，重新加入特朗普时期退出的各类国际组织，修复与主要盟友欧洲、日本之间的关系；对盟友征收的关税和施加的非关税壁垒有望废除，并可能重返《跨太平洋伙伴关系全面进展协定》（CPTPP）谈判。中美之间的博弈局势不变，在中国经济高速发展的背景下，制衡中国将一直是美国政府的目标之一，但拜登倾向于在避免冷战和脱钩的基础上来打压中国，中美贸易摩擦短期或将出现局部缓和。

区域协同大势所趋。虽然拜登支持自由贸易和多边贸易体系，在上台后会努力采取一些秩序重构的措施，但是全球经贸格局难以简单地回到过去， 美国的领导地位或有削弱。各国将更愿意通过均势策略来维持平衡，全球化向区域协同演进的概率更大，而不愿意只与美国维持排他性的双边关系。首先，全球遭受疫情的严峻冲击，各国经济复苏面临挑战，传统的国际经贸体系十分脆弱。其次，现有的国际经贸体系落后于全球经济发展的现实，国家间利益分歧加大，不能充分体现价值链和市场贡献，更不会改变全球经济“东起西落”的格局。第三，区域性协定成为当前主流选择，各大区域性组织在推进区域经济协同发展方面的能力日益增强。以 2020 年 11 月 15 日东盟、中国、韩国、日本、澳大利亚、新西兰签定的《区域全面经济伙伴关系协定》（以下简称 RCEP）为例，这是世界上规模最大的自由贸易协定，有助于形成统一的亚洲市场，重构区域产业体系，为亚太经济增长提供新动能。

2.2 中国宏观：乘势而上，引领复苏

据 IMF、世界银行等多方机构预测，2020 年中国有望成为全球唯一实现正增长的主要经济体。伴随着新冠疫情之后全球经济的共振复苏，2021 年的中国仍将乘势而上，在全球经济增长中发挥“领头雁”的作用。

展望 2021 年，受益于果断、成功的抗疫经验，国内即使间歇性或局部性偶发疫情，对经济的冲击仍有限；特殊时期的货币与财政政策大概率回归正常，全年通胀温和无忧；工业生产有望持续复苏，社会需求将在构建以国内大循环为主体、促进国内国际双循环的新发展格局下实现有力提振；此外，中国在引领复苏、坚持追求高质量经济发展的过程中，将面临国际环境的新矛盾、新挑战，尤其是中美关系，在美国新一届政府上台后双方将经历再平衡的过程。2021 年中国 GDP 同比增速大概率前高后低、宽幅震荡，综合全年增长预计处于 7.5%-9.5% 区间。

2.2.1 经济态势：开局之年，稳中有进

2021 年是中国实践“十四五”规划和 2035 年远景目标的开局之年，是向党的第二个百年奋斗目标进军的起步之年。中国的发展处于重要战略机遇期的同时，也将应对世界百年未有之大变局。一方面，对内需要化解抗击疫情的全面宽松带来的潜在风险，倡导发展新经济，助力内循环，促进经济增长动能转向，打破投资拉动的旧常态，逐步转向新消费、新产业的新引擎；另一方面，对外积极寻求重构全球化秩序的契机，防范可能来自外部的遏制，在

全球竞争格局中扬长补短。内生需求的强韧性、工业产业链的完善性、稳健有度的货币和财政政策空间将在 2021 年为中国经济的增长育先机、开新局。

从经济的先行指标来看，2020 年采购经理人指数（PMI）经历了停工停产引发的断崖式下跌后，实现“V”型反转并维持高位运行。2020 年 11 月制造业 PMI 指标反弹至 52.1，连续 9 个月处于荣枯线以上，创年内新高。无论是 PMI 制造业生产活动预期指数，还是非制造业业务活动预期指数都在反弹后呈现较高景气，企业投资与生产的信心恢复。从生产端数据来看，工业企业利润和规模以上企业[1]工业增加值回到了疫情发生前的水平，经济复苏趋势保持稳定。此外，2021 年的宏观经济增长数据将大幅震荡，尤其是 2021 年一季度，受基数低影响或创历史新高，之后将向正常增长水平逐渐回归，全年增长稳中有进。

图表 21. PMI 及分项表现“V 型”反转



资料来源：万得，中国银行

图表 22. 工业企业利润和规模以上企业工业增加值



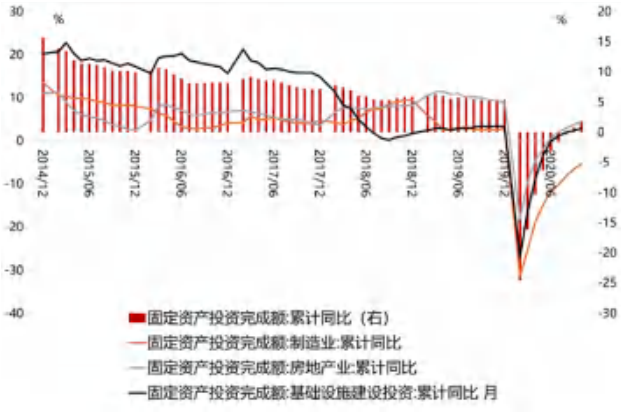
资料来源：万得，中国银行

2.2.1.1 投资拉动或有弱化

2014 年以来中国固定资产投资同比增长继续下行，疫情稳定后虽然探底回升，但仍维持弱增长状态，2020 年 10 月固定资产投资累计同比增长 1.8%，远低于前两年 5.9% 的均值。从三大主要领域来看，2021 年房地产投资常态韧性中或略显疲态；基础设施建设投资在经济复苏环境中逆周期调节的功能减弱，但会侧重向新基建倾斜，积极参与产业结构转型；而制造业投资随着全球疫情的稳定有望改善；全年固定资产投资或维持低位正增长，但在优化经济结构的过程中，传统的投资拉动贡献度或将弱化，消费的拉动由负转正，将在经济复苏中起到重要作用。

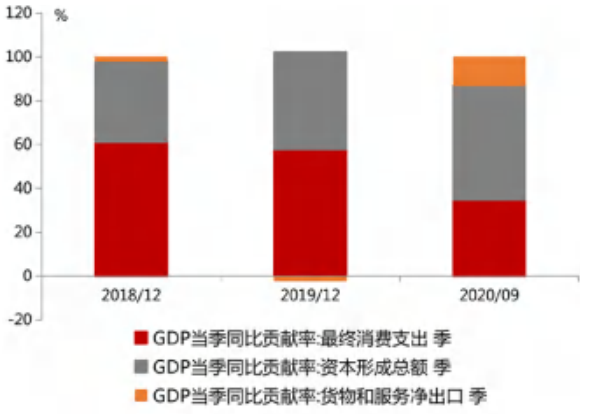
1. 规模以上企业指年主营业务收入在 2000 万元以上的工业企业。

图表 23. 固定资产投资累计同比（%）



资料来源：万得，中国银行

图表 24. 投资拉动或弱化，消费拉动起重要作用



资料来源：万得，中国银行

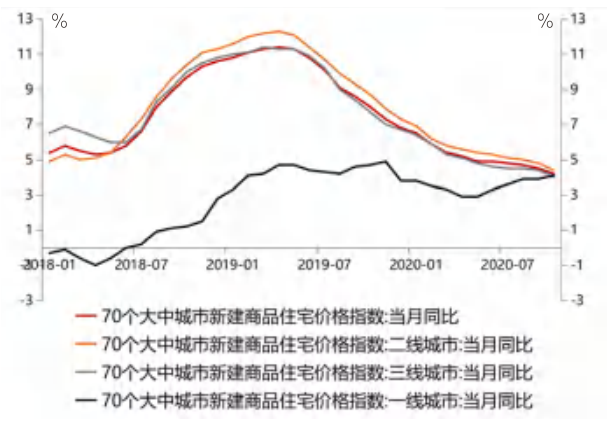
房地产投资略显疲态。房地产投资在近三年固定资产投资中韧性最强，在 2020 年房地产开发投资亦率先发力，发挥了宏观经济稳定器的作用。但“房住不炒”一直是调控政策的底线，2020 年 8 月监管层为房地产融资设置了“三条红线”，以此限制地产公司的杠杆规模，房企拿地增速将趋缓，房企可能进一步推动去库存和高周转，新开工偏向于谨慎。从房价指标来看，虽然受益于区域经济的政策红利，2020 年局部一线地区的房价火爆，但二三线城市的房产交易受疫情影响严峻，整体房价持续下滑。土地购置面积增速放缓和房价下行均对未来房地产投资形成较大压力。受疫情影响，地产竣工高峰期推迟至 2021 年上半年，相关的建筑安装工程的投资拉动作用仍在。

图表 25. 房地产投资略显疲态



资料来源：万得，中国银行

图表 26. 商品住宅价格下滑



资料来源：万得，中国银行

制造业投资加速修复。受全球疫情拖累，制造业投资修复稍显落后，但随着疫情余波退去，全球将逐步恢复贸易往来，2021 年制造业投资将呈加速修复的状态。首先，2021 年中国对外经贸关系的不确定性或在拜登政府的新政下略有改善；其次，2020 年 3 季度的工业产能利用率快速反弹，保持高位运行，将有助于进一步改善企业盈利，

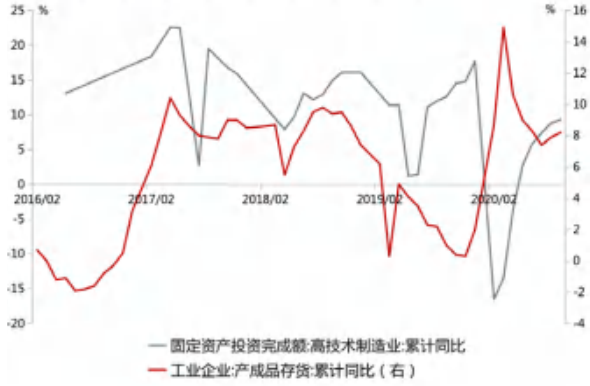
增强企业家投资信心；第三，目前中国产业处于库存周期的相对低位，且库存出现回升趋势，明年可能会出现主动补库存，开始新一轮库存周期；第四，符合政策导向的高技术制造业和高技术服务业投资有望继续表现强劲。贸易条件改善、企业盈利趋动、库存周期推动和高新技术制造业的政策支持等将助力 2021 年制造业投资加速修复。

图表 27. 企业盈利有望持续改善



资料来源：万得，中国银行

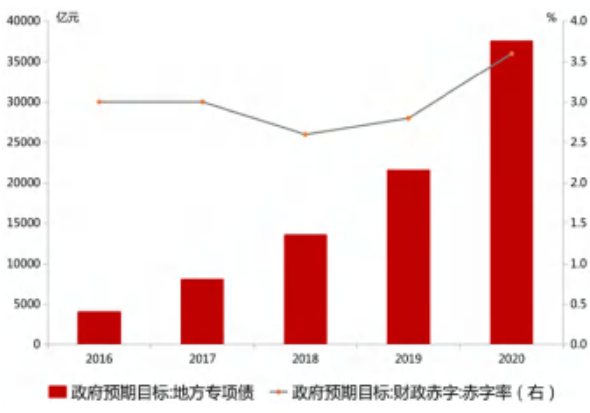
图表 28. 新一轮库存周期及高技术制造业强劲



资料来源：万得，中国银行

基建投资稳中扶新。为了应对疫情冲击，2020 年财政力度远超往年，赤字率达 3.6%，专项债规模扩大至 3.75 万亿，同时还有 1 万亿抗疫特别国债。但由于疫情冲击下地方政府财政收入减少，保民生的支出增加，叠加优质项目匮乏，2020 年的基建投资发力未及预期。而 2021 年随着经济走向正常化，财政政策将会有所收敛，逆周期的托底角色将被淡化，但考虑到财政赤字将随经济复苏有所改善，也存在将资金结转到下年使用的可能，因此预计基建投资增速基本持平于 2020 年下半年。需要注意的是，2021 年的基建投资一方面将突出“新基建”概念，顺应城市演进的网络化、数字化、智能化方向的基础设施建设或将成为基建宠儿；另一方面或将受益于区域协调发展的“新型都市圈”城市发展战略，例如对比发达经济体，中国现有城市群的基础设施密度仍存在差距，预计将会出现更多 1-2 小时通勤圈等。

图表 29. 2020 年财政力度远超往年



资料来源：万得，中国银行

图表 30. 多点开花的城市群

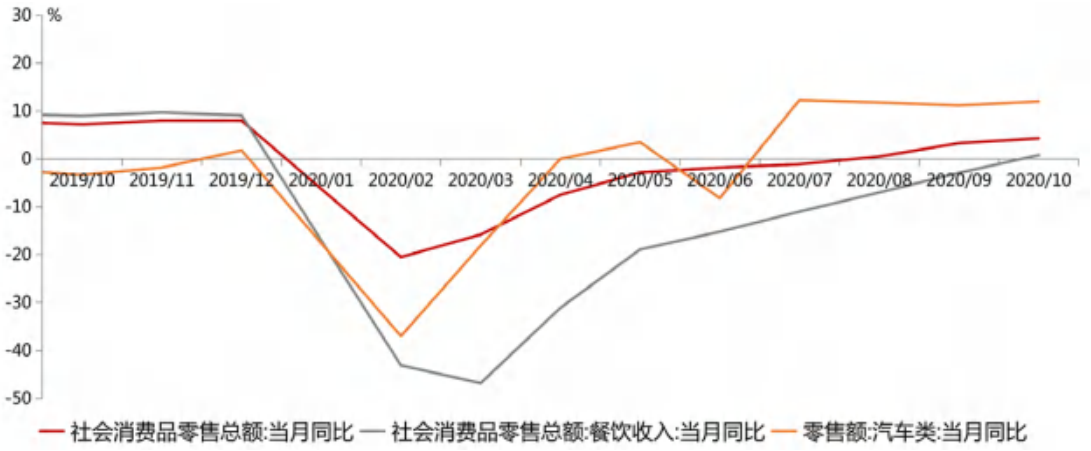


资料来源：中信证券，中国银行

2.2.1.2 消费贡献显著提升

由于中国防疫隔离的执行最彻底，涉及人际交往的行业复苏明显落后于生产行业，消费对 GDP 的贡献度从年初的 57.9% 下滑至三季度的 34.9%。随着疫情的稳定，近期消费数据出现明显改善，尤其是可选消费开始止跌回升。2020 年 10 月，社会消费品零售总额 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速比上月加快 1.0 个百分点。其中汽车消费成为下半年消费复苏的主力和先头兵，而餐饮消费同比增速已转负为正，这些良好的势头在 2021 年有望延续，消费对经济增长的贡献将显著提升。

图表 31. 社会消费品零售总额复苏空间较大



资料来源：*万得，中国银行*

从市场空间看，中国消费市场潜力巨大。中国有 14 亿人口，人均国内生产总值已经突破 1 万美元。同时，中国中产阶级规模不断壮大，根据国家统计局披露的信息，中国中等收入群体超过 4 亿人，预计未来 15 年将实现翻倍至 8 亿人，中等收入人群的增长是中国消费市场发展的强大动力。即使经受疫情考验，中国消费市场仍然保存巨大潜力、强大韧劲和旺盛活力。据中信证券研究所预测，中美消费市场规模的差距将进一步缩小，有望在 2021 年超越美国成为全球第一大消费市场。

图表 32. 中国将成为全球第一大消费市场



资料来源：*中信证券，中国银行*

从收入增长看，居民消费能力和意愿将稳步提升。一是资本市场发挥财富效应。疫情中高收入群体受到的冲击更少，资本市场回暖的财富效应也有利于高收入群体财富增长；二是低收入群体的收入有望恢复。随着服务业复苏，2021 年低收入群体的收入预计会有较为明显的恢复，而低收入群体边际消费倾向较高，消费将整体提升；三是脱贫攻坚战略及土地、劳动力等要素市场化改革的机制将促进增收。2020 年是决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚之年，而且无论是耕地确权和市场化适度集中、农村集体性经营建设用地入市、深化农村宅基地改革，还是改革户籍制度、促进人口流动等，都能帮助居民尤其是农民增收，全国居民可支配收入的增长速度将向过去三年的常态回归；四是就业态势良好。1-10 月份，全国城镇新增就业 1009 万人，提前完成全年新增就业 900 万人以上的目标。保就业居“六保”之首，稳定的就业将为收入的增加、消费意愿的提升起到决定性作用；五是物价无忧。CPI 已回落至 0 以下，2021 年国内通胀预期降温，有利于提振消费者信心指数。

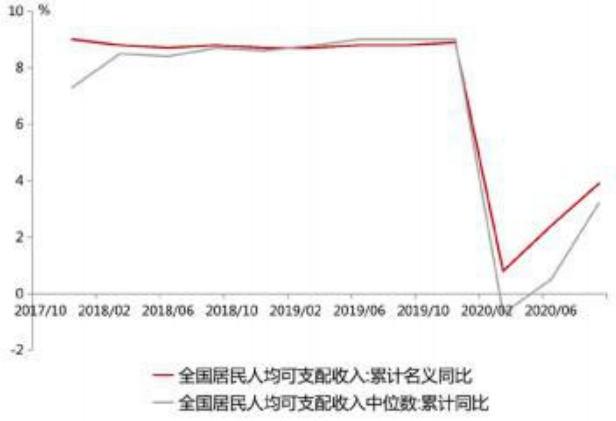
从消费方式看，传统与新型共振、热点呈出不穷。疫情期间居家生活办公的环境，助推了消费习惯由线下转线上，由线上静态展示转向真人动态直播。据 1-10 月数据显示，实物商品网上零售额 7.56 万亿元，增长 16.0%，占社会消费品零售总额的比重为 24.2%。新消费在 2021 年将继续发挥优势，有望线上线下进一步融合，带动传统消费有更加有力的表现。

图表 33. 网上零售额表现优于消费整体水平



资料来源：万得，中国银行

图表 34. 居民收入与消费支出向常态回归



资料来源：万得，中国银行

从政策层面看，刺激消费是扩大内需、促进双循环的关键。为了应对当前复杂的国内外环境，刺激消费尤其是国内消费具有重要的战略意义。2020 年以来，各级政府密切监测研判消费形势，先后出台一系列激发市场活力、促进消费复苏的政策措施。国家发展改革委员会等 23 个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，从维护消费者权益角度出台了一系列政策措施，着力打造诚信、安全、公平的消费环境；中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，实行以“零关税”为基本特征的自由化便利化制度安排，放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类等；深圳市发布了《深圳市关于进一步激发消费活力促进消费增长的若干措施》，南京、杭州、北京等多地甚至直接下发线上或线下消费券等等。消费是最终需求，是经济增长的持久动力，2021 年政府将继续完善消费相关的产业政策与配置设施，中长期将利好消费增长。

2.2.1.3 出口需求或存韧性

受益于中国有力的防疫措施，复工复产有续推进，2020 年出口成为经济增长的亮点，中国出口占全球份额飙升至历史高位，最新数据高达 14.47%。展望 2021 年，后续出口数据大概率呈现前高后低的态势，具体取决于以下几点：一是海外需求的恢复状况；二是疫后全球产业链的调整；三是贸易环境的变化；四是汇率的变化情况。综合来看，我们认为 2021 年中国的出口仍有望保持平稳增长的韧性。

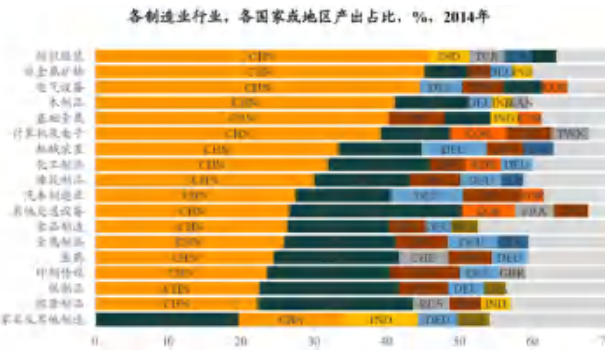
首先，海外复苏的大基调将为中国出口提供支撑。各国正积极推进疫苗研发，2021 年有望全面投入使用，海外刺激政策加力，全球经济有机会缓慢复苏，海外需求的恢复是大概率方向，例如美国拜登上台若推行他倡导的 1.3 万亿美元基础设施建设，中国的出口链亦能分得一杯羹；而海外生产能力的完全恢复尚需时间，随着北半球进入秋冬季，海外疫情或将再次反复，目前欧洲二次疫情及美国三次疫情均已显现，疫情与复工并行，将导致后续海外产业链修复缓慢推进，中国将从中受益。

其次，中国产业链保持较强的竞争性。中国产业链的优势不仅体现在产业链的完备性上，还充分体现在强大的产业动员组织和产业转换能力上。这也是即使面对疫情的挑战，中国仍然增强了在全球供应体系中地位的原因。从完备性上看，中国是全球产业结构最为完备的经济体之一，根据兴业证券整理的全球制造业增加值分行业分布图，在 18 个制造业行业中，中国在 17 个行业产出中排名第一，其他新兴经济体无法比拟。从产业动员能力上看，2018 年贸易摩擦开始后，市场一度担心中国中低端加工制造业份额转移至东南亚、南亚、墨西哥等地，但 2020 年中国迅速控制疫情，能快速从产业上下游获取原料、配件等，这些领域的出口份额转而反弹。

第三，贸易紧张环境存在阶段性缓和的可能。中美博弈将是常态，拜登在贸易上反对关税，后续继续采用加码关税的方式打压中国产业链的概率可能降低。同时， RCEP 已正式签署，现有十五个成员国的人口总量、经济体量、贸易总额均占全球总量约三分之一，这将为中国外贸及相关企业创造公平、透明、稳定、可预期的政策环境。RCEP 成员相互实施关税减让、开放市场准入、取消影响贸易的壁垒、简化海关通关程序等，将进一步降低 RCEP 区域内的贸易成本，推进贸易便利化，对于区域各国贸易投资增长具有积极的促进作用。

第四，人民币汇率的变化给出口增长带来扰动。通常来说，汇率升值会被动提高产品成本，降低竞争优势，从而抑制出口。考虑到美联储宽松的货币政策大概率延续，而国内央行政策边际收紧的可能性在加大，叠加中国经济

图表 35. 全球制造业增加值分行业分布



资料来源：兴业证券，中国银行

图表 36. 中国对主要地区的出口增速



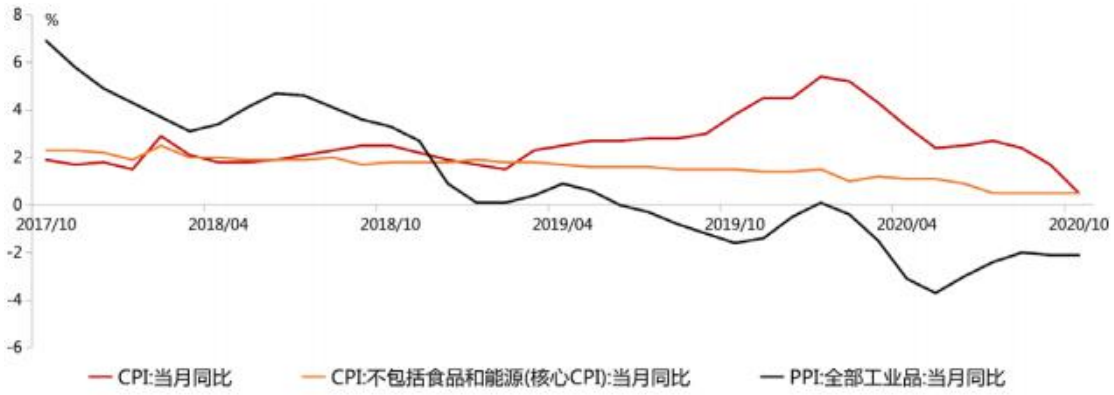
资料来源：万得，中国银行

保持稳定增长，预计 2021 年人民币升值预期较强，可能给出口增长带来一定的不确定性。但是人民币保持相对强势，可以减轻中国进口能源和原料的负担，从而使国内企业降低成本；有利于推动出口企业提高技术水平，改进产品档次，促进中国的产业结构调整，改善中国在国际分工中的地位；也有利于促进人民币国际化的进程，提升企业在国际上的定价权。综合起来看，只要币值保持在合理区域，由升值带来的不确定性影响将比较可控。

2.2.2 物价通胀：均值下移，温和无忧

2020 年，猪肉价格对 CPI 同比增速的平均贡献率超 70.1%。在猪价的带动下，全年 CPI 前高后低、宽幅波动，市场一度存有通胀的担忧。伴随着中国生猪、能繁母猪存栏量的回升，国家储备冻猪肉的投放及适度鼓励养殖的政策支持，猪肉价格开始步入下行周期，叠加高基数的影响，2020 年 10 月 CPI 同比增速较年初大幅回落至 0.5%，而 PPI 同比在复工复产后收窄降幅至 -2.1%，两者之间的“剪刀差”有收敛的迹象。通胀数据整体维持低位运行，预计 2021 年 CPI 同比先落后扬，一季度或可能出现负值，之后稳步回升，全年大概率在 2.8% 以下波动；而 PPI 有望温和转正，物价平稳，将不会成为影响货币政策的关键因素。

图表 37. CPI 与 PPI



资料来源：万得，中国银行

2.2.2.1 CPI 先落后扬，难有压力

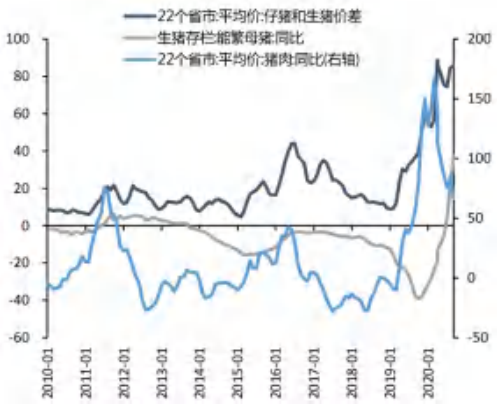
当前 CPI 一篮子商品中主要包括八大类，食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。CPI 最主要的波动来自于食品，食品类权重占 30% 以上，主要受国内生猪产能的供给扰动；而非食品类最需要关注的是油价的变动。由于猪价在 2021 年大概率开启新一轮下行周期，非食品的价格将随经济复苏而修复，但油价难以出现大幅上涨，2021 年国内 CPI 全年均值或下移，难有通胀压力。剔除了食品与能源的核心 CPI 同比最新数据为 0.5%，处于近三年的低位，2021 年或探底后缓步回升。

食品价格受抑于猪价下行周期。本轮 CPI 的高点主要受猪肉价格大幅上扬拉动，而目前猪价的领先指标能繁母猪存栏数显著增长。农业农村部最新发布，2020 年 10 月份，全国能繁母猪存栏 3950 万头，连续 13 个月增长，比去年同期增长 32%；监测数据显示，随着生猪供应量增加，2020 年 11 月第 2 周，全国集贸市场猪肉价格回落

至每公斤 46.47 元，同比下降 18.0%。猪肉的供给失衡预计将在明年扭转，至明年年底前猪价都将处于回落通道，考虑到 2020 年年初的高基数影响，不排除 2021 年初 CPI 同比有阶段性下行破“0”的可能。

非食品价格步入修复通道。2020 年 CPI 非食品表现较为疲软，一方面由于油价较年初大幅下跌拖累了居住和交通通信价格的表现，另一方面疫情导致居民外出消费活动受限，其他线下服务类价格也相应走低。这些因素或将在 2021 年有所缓解，随着疫情影响的减弱，原油需求将提升，价格将受到提振，同时线下消费场景逐步放开，电影、旅游等娱乐活动迎来快速修复。但油价尚不具备大幅走高基础，原油供给仍存在边际增加的风险。综合而言，2021 年非食品价格或有修复，将是 CPI 触底后的上引力量。

图表 38. 能繁母猪存栏与猪肉价格



资料来源：*东北证券，中国银行*

图表 39. 食品价格与非食品价格



资料来源：*万得，中国银行*

2.2.2.2 PPI 温和增长，不足为惧

在历时 16 个月的负值后，2021 年 PPI 可能温和增长，转负为正，全球经济重启、环保要求及低基数，是影响 PPI 走势的主要因素。

全球经济重启以及经贸关系的边际缓和，PPI 低位反弹的势头将延续。当前以石油为代表的全球大宗商品价格仍相当低迷，国际大宗商品将可能在需求复苏时出现短期供需缺口、推升价格。值得注意的是，全球航空、陆地交通及航运目前的产能利用率仍然极低，目前全球航空客流量仅为疫情前的 10%，而陆地交通运力距疫前水平仍有很大差距，尤其是在欧洲。全球经济重启确有可能在短期带来大宗商品供不应求的局面。

环保目标的升级，可能会一定程度上限制国内原材料和重工业品的供应。中国将大力减少碳排放，二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。“十四五”期间将提出更强有力的碳排放控制目标，加强对煤炭消费的控制。环保目标的升级可能会在一定程度上压制重工业行业的产能利用率。虽然长期来看全球“碳中和”的目标将降低对石油和其他化石能源的需求，但在短期内碳排放下降目标无法“一蹴而就”的阶段，相关政策反而相当于增加了某种形式的“碳税”成本、实质意义上推升商品价格。

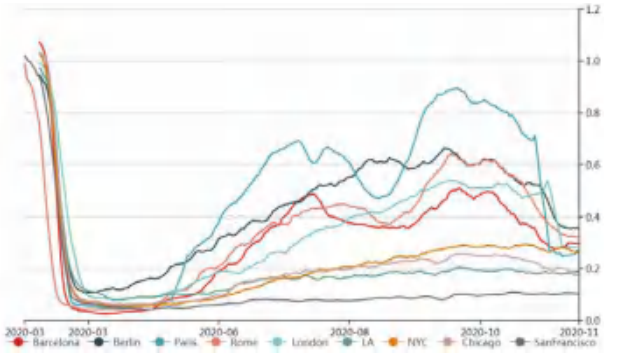
除了上述因素，还需要考虑低基数的影响，2021 年 PPI 有望持续回升，并有可能重新站上 2% 的水平。而在海外疫情仍存不确定性，经济重启大概率以弱势复苏的格局呈现的情况下，需求难以出现强劲反弹，2021 年 PPI 的增长或以温和可控为主。

图表 40. 全球航空客流量仅为疫情前的 10%



资料来源：CAPA，华泰证券，中国银行

图表 41. 全球陆地交通运力尚未恢复



资料来源：Citymapper，中国银行

2.2.3 货币政策：稳健灵活，回归正常

为应对疫情，2020 年央行果断地实施了宽松的货币政策，先后 3 次调降存款准备金率，2 次下调 1 年期和 5 年期 LPR，货币和信贷增速明显高于去年，并创新了直达实体经济的货币政策工具，引导金融机构加大对实体经济特别是对小微企业民营企业的资金支持力度。随着经济的复苏，2021 年货币政策将保持稳健灵活，一方面在宏观上管好货币总闸门，从特殊时期的宽松向正常化回归，防范宏观杠杆率的过快上升带来的潜在风险，维护币值稳定，守住不发生系统性金融风险的底线；另一方面在微观引导上将加大货币政策支持实体经济的力度，构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。预计 2021 年央行政策总量的边际宽松空间不大，定向的实体支持仍然可期，结构性去杠杆持续推进。

2.2.3.1 总量控制，保持稳健

2020 年广义货币供应量和社会融资规模大幅上升，M2 同比增速由年初的 8.7% 提升至 10 月的 10.5%，社会融资规模存量同比由年初的 10.69% 提升至 13.7%，与 2017、2018 年去杠杆大环境下的信用收缩形成鲜明对比。特殊时期的金融支持无可厚非，但无限量的货币宽松既降低政策的效率，也会积累系统性的金融风险。预计 2021 年央行的货币政策将注重货币政策的正常化，总量上适当控制，充分结合经济复苏的实际情况与形势变化，保持经济增长需要的、合理充裕的流动性和货币信贷的合理增长。2021 年使用传统的总量货币工具的机率下降，在面临流动性缺口时，央行可能采用公开市场操作的灵活方式或直达实体的创新工具来调剂流动性需求，M2 与社融规模增速缓慢回落。

图表 42. M2 与社会融资规模



资料来源：万得，中国银行

2.2.3.2 灵活侧重，支持实体

当前中国大部分行业复苏至疫情发生前，为了稳步推进和落实十四五规划的发展建议及配套措施，仍然需要货币政策保持稳健与连续性，尤其是金融机构对实体的让利，大力支持中小微企业发展、培育新经济发展。2020 年前 10 个月，金融系统合计向实体经济让利大约 1.25 万亿元，央行创新推出了“普惠小微企业贷款延期支持工具”和“普惠小微企业信用贷款支持计划”两大直达实体政策工具。2021 年央行将继续保持政策稳定性，持续释放专项政策红利，在直达实体的货币政策工具上坚持创新和持续发力，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。

图表 43. 2020 年前 10 个月金融让利实体约 1.25 万亿

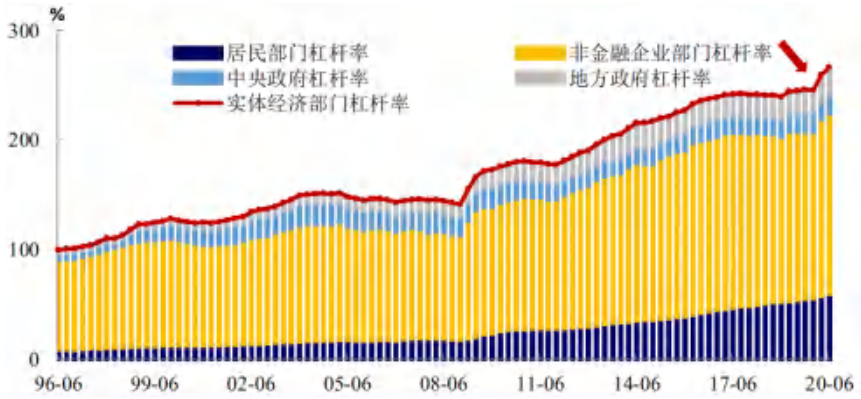


资料来源：万得，中国银行

2.2.3.3 均衡引导，控制风险

伴随着宽松的货币政策，中国宏观杠杆率持续走高。2020 年一季度以来，中国实体经济部门杠杆率从年初的 240% 走高达超 260%，其中居民部门和非金融企业部门贡献了主要增长。宏观杠杆率上升，既容易引发通胀担忧，又将挤压经济长期增长的空间。虽然 2021 年通胀的风险暂时不大，但央行将重回结构性去杠杆的基调，多方面均衡引导，既要坚守“房住不炒”保持房地产业的平稳健康运行，又要保障币值稳定实现人民币汇率在合理区域波动，还要有序推进资管新规过渡期的顺利衔接，稳步打破刚性兑付，同时加强对包括科技金融公司等各类新型金融业态的监管。为了维护疫情后的金融稳定和经济稳定，央行在 2021 年或将坚持稳字当头，力求实现宏观杠杆率稳中求降。

图表 44. 2020 年中国宏观杠杆率迅速攀升



资料来源：万得，中国银行

2.2.4 财政政策：增量难继，提质可期

为了做好“六稳”工作、落实“六保”任务，积极应对疫情，2020 年财政政策以宽松为主基调，将赤字率上调至 3.6%，安排了 3.75 万亿的新增专项债券和 1 万亿的抗疫特别国债额度，并建立财政资金直达机制和实施减税降费政策，对减轻企业负担、改善民生和促进经济复苏发挥了关键作用。随着疫情后经济逐步企稳，2021 年的财政政策将从缓释阶段风险的宽松基调转向防范风险，政策恢复常态化的需要将更加突出，预计 2021 年地方债的总发行规模有所下降，新增专项债规模难以保持往年的高速增长势头，将更加关注发行的节奏、项目的落地、使用的监测等，更加注重提升财政资金的使用效率。

2.2.4.1 财政风险有望降低

财政收入压力将缓解。疫情冲击导致税基减少，叠加支持疫情防控保民生、为企业纾困和助力复工复产采取减免税、缓税等措施，2020 年财政收入的增长面临较大的压力。随着推进复工复产和助企纾困成效持续显现，经济将延续恢复性增长态势，财政收入有望稳步回升。根据最新的财政部数据，1-10 月累计的全国一般公共预算收入同比下降 5.5%，降幅比 1-9 月收窄 0.9 个百分点，财政收入的累计降幅将会逐步收窄。

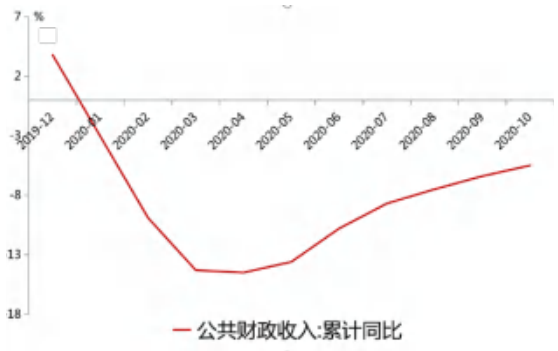
地方债券管理将加强。财政部 11 月 11 日公布了《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，要求从

2021 年起，各地不断完善地方债发行机制，提升发行市场化水平；科学设计地方债发行计划，维护债券市场平稳运行；优化地方债期限结构，合理控制筹资成本；加强地方债发行项目评估，严防偿付风险；完善地方债信息披露和信用评级，促进形成市场化融资约束机制；规范承销团组建和管理工作，合理匹配权利义务等。地方债实际操作过程中局部出现的行政干预、项目作假、资金闲置、过于依赖“借新还旧”等问题，可能将被逐个击破。

2.2.4.2 资金使用提质增效

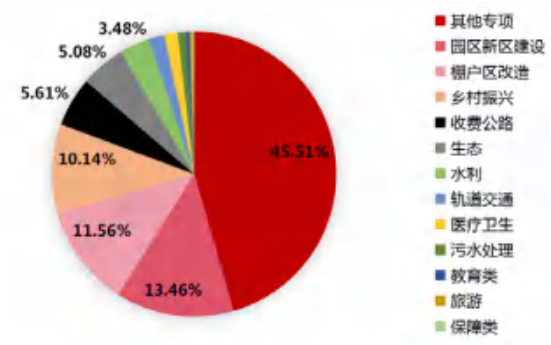
2021 年财政政策会减少对赤字总量的过度依赖，追求结构的优化和资金使用的提质增效。财政部门将牢守底线思维，把有限的资金用在“刀刃”上，坚持有保有压，优化支出结构，聚焦增强对国家经济社会发展大局的支撑能力，着力促消费、稳投资，释放内需潜力；适时增加中央基建投资规模，优化投资方向和结构，集中支持保障性安居工程、重大基础设施等方面；顺应服务消费加快新趋势，培育新的消费增长点，同时还将充分发挥地方政府专项债券对拉动投资的杠杆作用。

图表 45. 财政收入压力缓解



资料来源：万得，中国银行

图表 46. 2020 年 1-10 月地方债已发行募集资金用途



资料来源：万得，中国银行

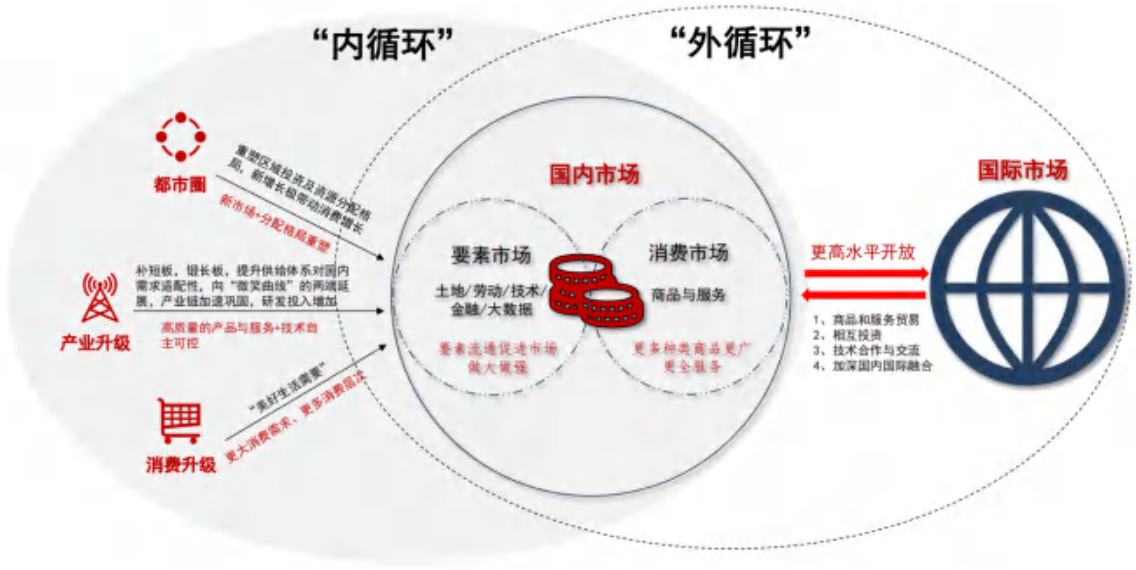
2.2.5 发展规划：百年远景，改革创新

2020 年 10 月 29 日中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，明确了“十四五”时期是中国全面建成小康社会、实现第一个百年奋斗目标之后，乘势而上开启全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的第一个五年。而 2021 年是“十四五”规划的开局之年，中国将坚持以不断地改革创新实践百年远景的宏伟蓝图。

2.2.5.1 构建内外双循环 开启新征程

“十四五”规划充分考虑了当前国际经济、科技、文化、安全、政治等格局都在发生深刻调整的大背景，2021 年中国将坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，形成国民经济良性循环，破除目前中国在“生产、分配、流通、消费”等各环节的多重阻碍，加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

图表 47. 双循环的含义



资料来源：中信证券，中国银行

2.2.5.2 改革创新迎发展 开放新格局

创新驱动。在“十四五”期间，经济增长质量的重要性超出增速本身，而中国经济也正寻找增长新引擎，实现的关键之一就是鼓励科技自主创新。坚持创新在中国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，提升企业技术创新能力。深入实施科教兴国战略、人才强国战略、创新驱动发展战略，完善国家创新体系，加快建设科技强国。创新的驱动不仅仅是重要领域的“补短板”，还包括拓延现有先进技术广度与深度的“扬长板”，推动产业链上中下游、大中小企业融通创新，确保产业链安全。

要素改革。2020 年 3 月 30 日，中共中央国务院发布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出了土地、劳动力、资本、技术、数据五个要素领域改革的方向，并从加快要素价格市场化改革和健全要素市场运行机制的角度，明确了完善要素市场化配置的具体举措。这是下一步要素市场改革的路线图，将促进要素自主从低质低效领域向优质高效领域有序流动，提高要素质量和配置效率，引导各类要素协同向先进生产力集聚，进一步激发全社会创造力和市场活力。

区域发展。2021 年中国将加快新型基础设施建设，深入推进重大区域发展战略，加快国家重大战略项目实施步伐，推动城市群、都市圈一体化发展体制机制创新；将优化国土空间布局、区域协调发展及新型城镇化三个方向紧密结合，在京津冀城市群、长三角城市群和粤港澳大湾区三大战略的引领下，形成更多城市群，呈现“多点开花、竞相争艳”的新格局。根据社科院的数据，中国的城镇化率已超过 60%，参考其他国家的历史经验，未来中国城镇化率增速或将趋缓，但是目前户籍人口城镇化率仅为 44.3%，加快户籍制度与土地制度改革将助力新型城镇化建设。

扩大开放。即使在海外疫情十分严峻的 2020 年，中国也没有放弃扩大对外开放。2021 年中国将实施更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放，依托中国大市场优势，促进国际合作，实现互利共赢。2020 年 11 月 15 日，

《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）第四次领导人会议通过视频方式举行，包括中国在内的 15 国贸易部长签署了 RCEP 协定；中国还将积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定（Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership，CPTPP）。在新发展格局时代，更高质量的开放势在必行，中国将促进国内相关规章制度对标国际先进标准，在行业许可、产业政策、竞争政策、环境保护、知识产权、营商环境等方面更主动参与全球经贸规则制定和全球治理体系建设。

在金融市场开放方面，境内外资本市场互联互通不断深化，中国债券市场纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通旗舰指数；在金融机构的开放方面，对内外资按照同等条件核批金融牌照，大幅扩大各类外资金融机构业务范围，银行、证券、基金管理、期货、人身险等领域外资股比限制已完全取消。截至 2020 年上半年，国际机构配置人民币资产已达 6.4 万亿元。目前，中国金融业的对外开放逐步过渡到准入前国民待遇加负面清单管理模式，中外资金融机构在中国开展业务都要持牌经营，接受监管部门的监管。同时，我们还加强了国际监管合作，完善了跨境资本流动监测，避免金融风险跨境传染，防止国际监管套利。2021 年中国将继续推动中国金融高水平开放与全球合作，促进国际机构深度参与中国市场。

2.3 美国宏观：大选落幕，经济修复

2.3.1 美国政策：大选落定，新政掀幕

大选基本尘埃落定，两院恐继续分治。11 月 23 日美国总务管理局通知拜登团队进入权力交接的过渡阶段，尽管特朗普竞选团队的诉讼仍在进行，但预计无法翻盘。然而在国会方面，民主党已经成为众议院多数党，参议院多数党归属仍存变数。参议院方面，目前呈现民主党：共和党 48:50 的局面，剩下尚未出结果的两票均来自于佐治亚州。从最新民调来看，民主党难以全部拿下佐治亚州的两席席位，预计共和党维持在参议院的多数席位。

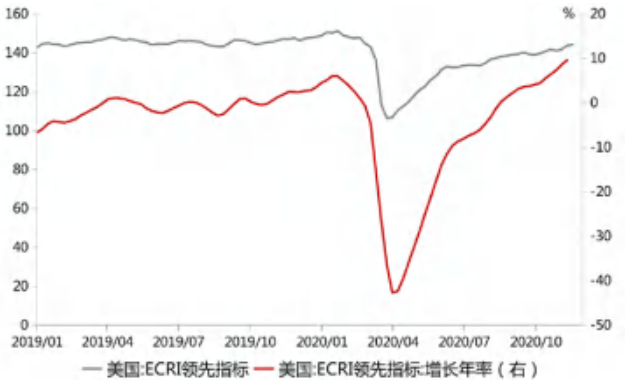
新任内阁组建正当时，奥巴马时代烙印浓厚。拜登已经公布了部分内阁成员的提名，在核心的两个职位方面：国务卿提名奥巴马时代的副国务卿安东尼·布林肯，财政部部长提名奥巴马时代的前美联储主席耶伦。外交政策方面，安东尼·布林肯是多边解决方案的拥护者，其风格大概率会延续奥巴马时代的“重返亚太”战略，拉拢区域盟友，保持对华鹰派态度。在财政政策方面，素有“鸽派女王”之称的耶伦，在今年多次呼吁财政政策应当起到关键作用，预计其后续将持有积极财政政策的态度。

首要任务为防疫，财政刺激紧随其后。根据拜登的竞选纲领及选后第一时间成立疫情工作小组的动作来看，预计其上台的首要任务将是抗疫。从工作组的近期表态来看，拜登采用全国封锁手段的可能性几乎为零，更大的概率会采用人员流动性限制的手段，以控制疫情传播速度，等待疫苗普及，对于经济复苏的扰动或许会低于预期。同时，经济复苏则是拜登政府面对的主要难题，而财政政策会充当重要角色。因此如何推动前期提出的 2.2 万亿规模的财政刺激政策落地将是拜登政府的主要工作方向之一。但如果出现两院分治的格局，由于共和党提出的财政刺激方案的规模远低于民主党的方案，后续刺激方案规模恐遭打折。

2.3.2 美国经济：供需缺口收敛，通胀压力显现

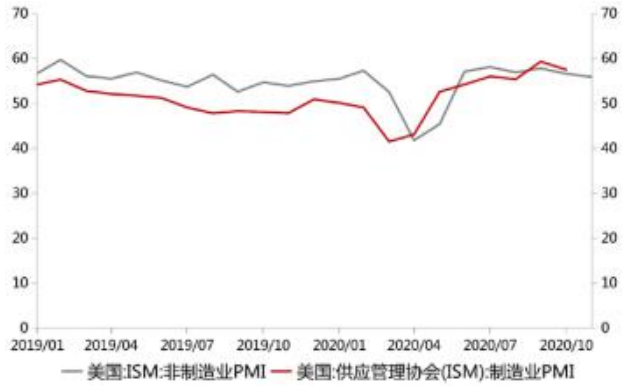
就业、地产、制造数据持续向好，整体经济复苏态势延续。2020 年三季度，美国 GDP 同比增速反弹至 -2.92%，10 月美国制造业 PMI 达 59.3，非制造业 PMI 达 56.6 持续位于荣枯线上方，经济领先指标持续上行，整体经济形势呈现持续复苏态势。分细项来看，就业方面，就业数据是美国这一消费型社会的经济晴雨表，目前就业市场整体恢复较好，10 月新增非农就业人数达 63.8 万人，前值 66.1 万人，失业率降低至 6.9%，前值 7.9%，为整体消费环境的恢复打下基础；地产方面，在低利率的环境下，美国地产销量及价格呈现迅速反转的态势，对于其庞大的上下游产业链提供极大的支撑作用，新开工的住宅数据上行也对明年经济复苏提供强有力的托底作用；制造业方面，整体持续复苏，发电量等数据已经恢复至去年同期水平，粗钢产量等数据也恢复至去年同期八成以上。

图表 48. 美国经济领先指标持续上行



资料来源：万得，中国银行

图表 49. 美国 PMI



资料来源：万得，中国银行

图表 50. 美国就业数据向好



资料来源：万得，中国银行

图表 51. 美国住房数据情况



资料来源：万得，中国银行

图表 52. 美国制造业逐步恢复



资料来源：万得，中国银行

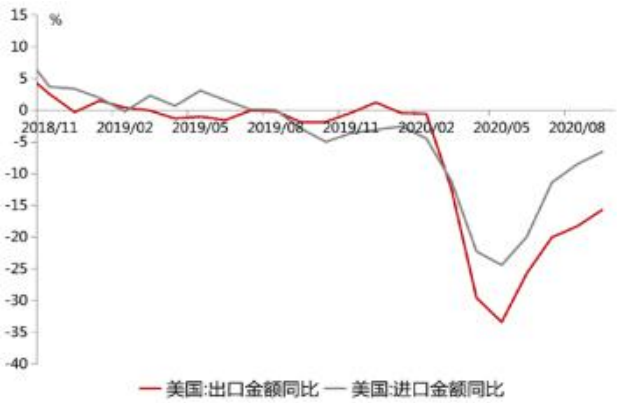
明年供需缺口收敛。从供需两端来看，在大规模的财政刺激直接投放于居民个人的背景下，今年美国经济呈现出“需求强于生产”的格局。10 月美国零售额同比增长达 6.01%，而 10 月工业生产指数仍未浮出水面，同比下滑 5.4%，这体现了疫情对于供需两端的冲击不一致。生产端受限于社交隔离等防疫措施，出现断崖式下滑，且短时间内难以迅速恢复；需求端在美国政府空前的财政刺激之下，在 4 月触底后迅速反弹，尽管随着疫情的反复，需求数据有所波动，但依旧恢复程度远优于生产端。在这种情况下，美国只能通过进口等方式来弥补这一缺口，因此我们可以看到 4 月以来，美国的进口数据持续优于出口数据。展望 2021 年，在疫情对生产端压制退去后，需求将加速拉动供给回升，供需缺口将有所收敛。

图表 53. 美国经济呈现“需求强于生产”的格局



资料来源：万得，中国银行

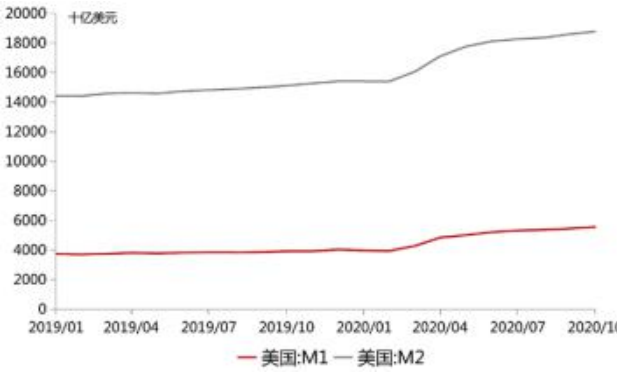
图表 54. 美国进出口情况



资料来源：万得，中国银行

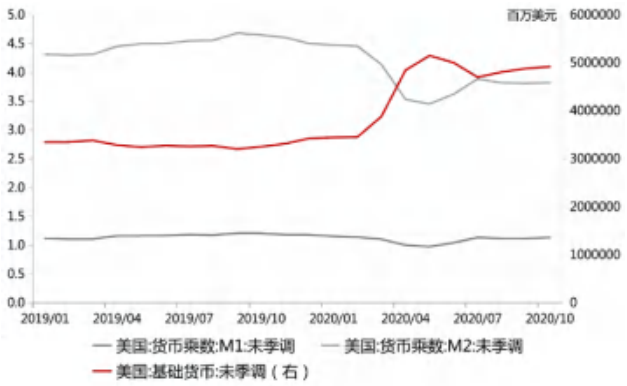
货币供应量大幅增加叠加经济上行，明年通胀压力显现。货币方面，2020 年美国货币供应量显著上升，M1、M2 的规模较 2019 年年底增幅分别达 38%、22%。这主要是由于美联储大规模投放基础货币的同时，货币乘数并未如 2008 年金融危机期间出现大幅下行。两者因素共同作用，导致货币供应量超预期增长，这将给通胀上行带来较大压力。经济方面，如上文所言，随着失业率下行、产能逐步恢复，这给企业提价带来了较强的预期。综合货币供应量及经济因素，我们认为明年美国通胀压力将逐步显现，存在阶段性超过 2% 的可能性。

图表 55. 美国货币供应量大幅上行



资料来源：万得，中国银行

图表 56. 美国基础货币及货币乘数情况



资料来源：万得，中国银行

2.3.3 美联储政策：覆水难收，延续宽松

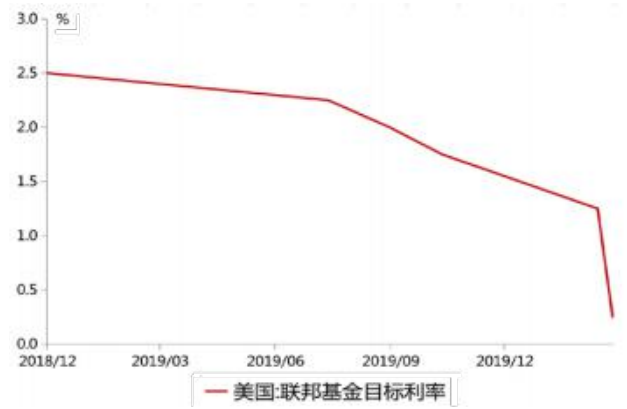
美联储空前力度应对疫情。为应对疫情带来的影响，叠加特朗普政府对美联储的施压，年内美联储的资产负债表规模从 2020 年初的 4.2 万亿扩张到了 11 月的 7.26 万亿，短时间内资产负债表接近翻倍，增速超出市场预期。同时，2020 年 3 月美联储连续两次下调联邦基金目标利率至 0%-0.25% 区间，创 2008 年金融危机之后的新低点。可以说，美联储此次应对疫情的宽松政策已经达到历史之最。

图表 57. 美联储资产负债表规模大幅扩张



资料来源：万得，中国银行

图表 58. 联邦基金目标利率变动情况



资料来源：万得，中国银行

美联储通胀容忍度上升，宽松拐点有待观察。拜登政府上台之后，美联储的独立性有望恢复，观察美联储当前货币政策的态度，更多处于观望状态。8 月 27 日公布的新货币政策框架将之前 2% 的通胀目标调整为通胀率在一段时间内平均达到 2%，并强调“恢复就业比维持价格稳定更重要”，这意味着美联储对于通胀的容忍度明显提升。10 月美国核心 PCE 为 1.41%，较上月下降 0.15 个百分点，根据美联储预测，要到 2023 年，年度核心 PCE 才能达到 2% 左右。出于维护经济复苏趋势、缓解债务负担的需求，我们预计美联储的宽松货币政策难以迅速退出，货币宽松拐点尚未到来。

图表 59. 美国核心 PCE 走势



资料来源：*万得，中国银行*

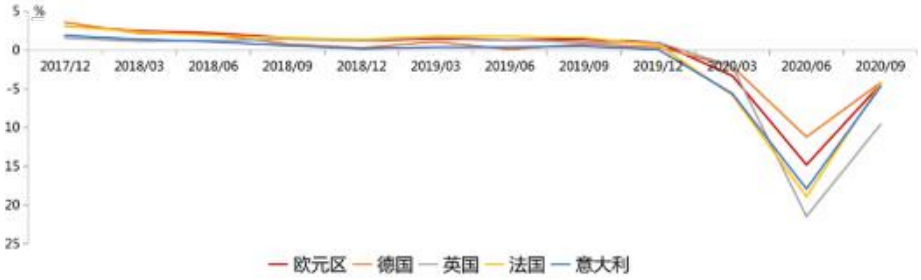
2.4 欧元区、日本以及其他新兴经济体

2.4.1 欧元区：弱势复苏，亮点难寻

2.4.1.1 疫情未散，整体经济复苏趋缓

经济出现回暖趋势，但高度有限。受疫情冲击，2020 年二季度欧元区经济遭遇历史性下滑，随着各国政府刺激性政策的出台和复工复产的推动，欧元区经济在三季度出现回暖，GDP 同比增速 -4.4%，较二季度 -14.4% 的水平有大幅提高，但仍为负数。主要国家中，德国经济回暖增速最快为 -4.2%，而英国三季度 GDP 同比增速为 -9.58%，落后于整体水平。可见欧洲采取强有力的社交管控措施虽然有效地控制住了一次疫情，然而经济却依然处于低谷时期，尚未完全恢复至疫情前水平。

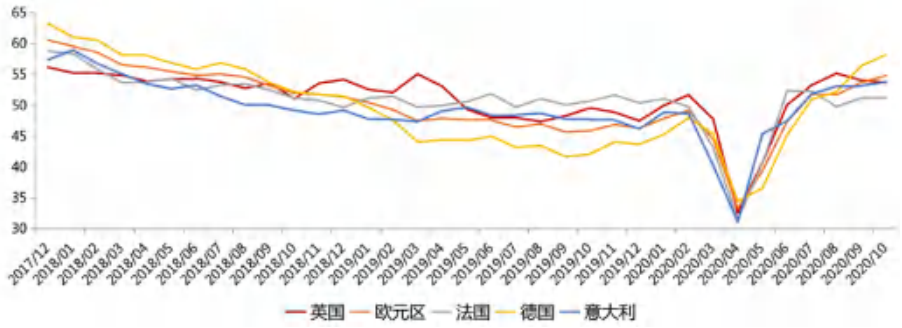
图表 60. 欧元区及其主要国家 GDP 同比增速



资料来源：万得，中国银行

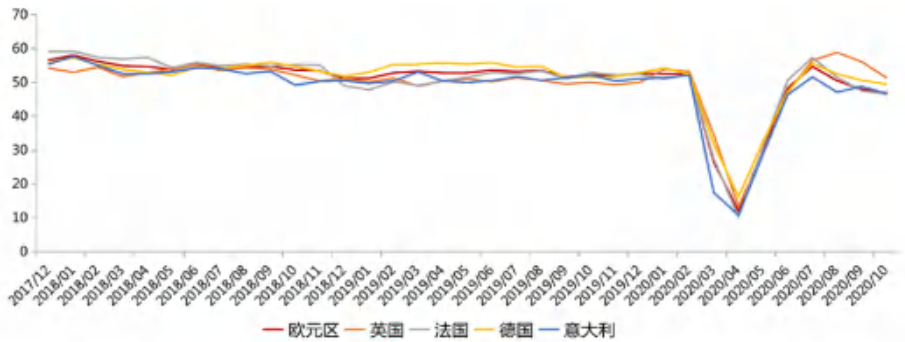
疫情反弹，PMI 数据增速放缓。欧元区及其主要国家制造业和服务业 PMI 在 2020 年 4 月均下滑至历史低点。截至 10 月，欧元区制造业 PMI 为 54.8，其中，德国 10 月制造业 PMI 更以 58.2 终值创下 31 个月新高。除德国外，其他欧元区主要经济体的 10 月制造业 PMI 均低于欧元区整体水平，但均超过了 2020 年 2 月份以来疫情前水平，7 月回到 50 的荣枯线以上。随着入冬疫情出现反弹现象，部分国家在 9 月底再次实行封锁措施，餐饮娱乐旅游等零售业活动降低，欧元区服务业 PMI 数据反弹遇阻，截至 10 月，除英国外，欧元区及其主要国家均未回升至荣枯线以上。

图表 61. 欧元区及其主要国家制造业 PMI



资料来源：万得，中国银行

图表 62. 欧元区及其主要国家服务业 PMI

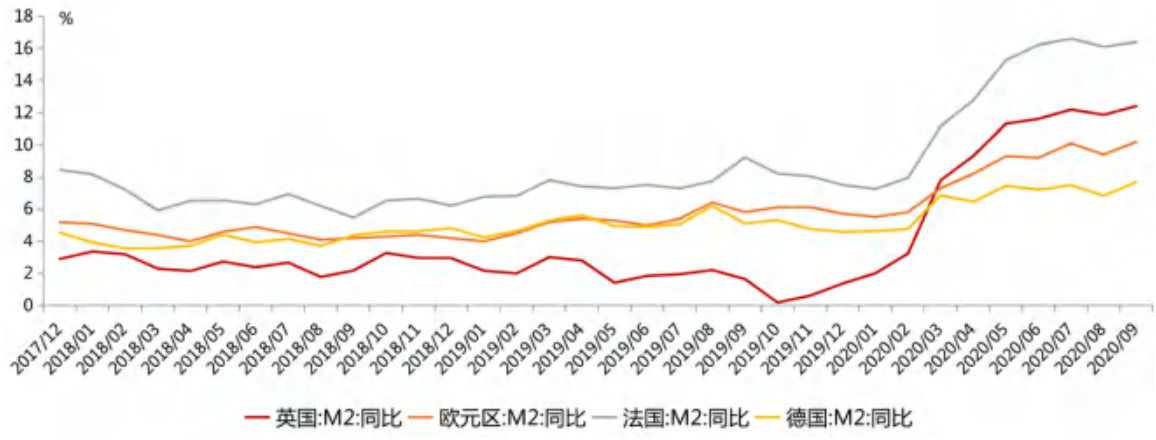


资料来源：万得，中国银行

2.4.1.2 货币政策持续宽松，债务持续扩张

预计欧元区货币政策将持续宽松。2020 年 10 月，欧洲央行在最近一次议息会议上公布主要再融资操作利率维持在 0% 不变，边际借贷便利利率维持 0.25% 水平和存款便利利率保持 -0.5% 不变；继续推进总量为 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划），并实施此计划至少到 2021 年 6 月；APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划。这也是欧央行鉴于欧元区经济前景恶化，释放加大 QE 的信号。在此背景下，欧元区及其主要国家整体看 M2 的同比增速创 5 年新高。

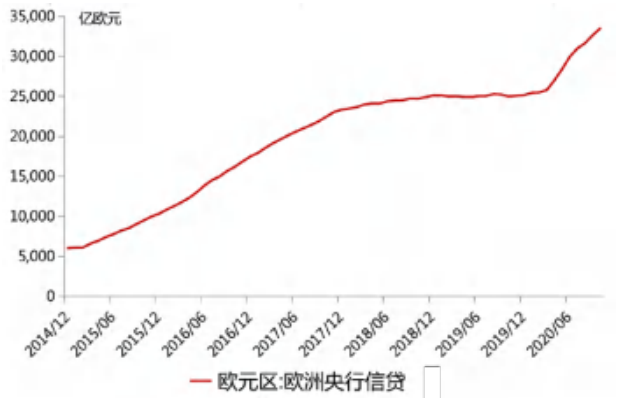
图表 63. 欧元区及其主要国家 M2 增速



资料来源：*万得，中国银行*

流动性宽松带来公共债务规模上升。欧元区各国宽松货币政策将会导致公共债务规模持续扩大，截至 2020 年 8 月，欧央行信贷规模已高达 31630 亿欧元，占 GDP 总额的 76.76%，债务平均年限约为 7.5 年。公共债务规模持续上升，为后续经济发展积累了一定风险。

图表 64. 欧洲央行信贷规模



资料来源：*万得，中国银行*

图表 65. 欧元区国家政府债务情况

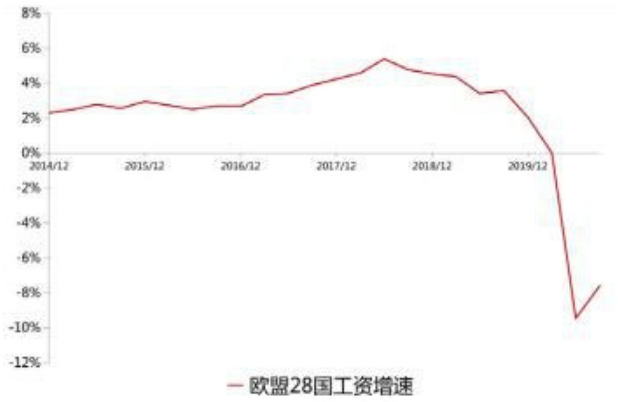


资料来源：*万得，中国银行*

2.4.1.3 社会矛盾或进一步激化

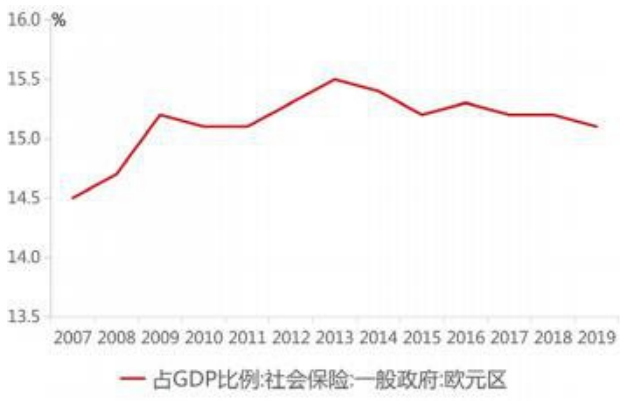
疫情冲击或进一步激化欧洲经济深层次矛盾。欧元区工资增速急速下滑，社会保险占 GDP 比例自 2018 年以来不断下降。经济内部结构矛盾明显，福利体制改革困难重重；外部美国保护主义冲击和新兴市场国家大力追赶降低了欧元区国家的社会竞争力，疫情冲击使得内部矛盾更加突出。除此之外，欧盟内部成员国价值和利益分歧不仅危害到“团结原则”，影响联合行动，还波及社会信心。疫情后欧元区国家的经济复苏仍存在不少隐患。

图表 66. 欧盟 28 国工资增速



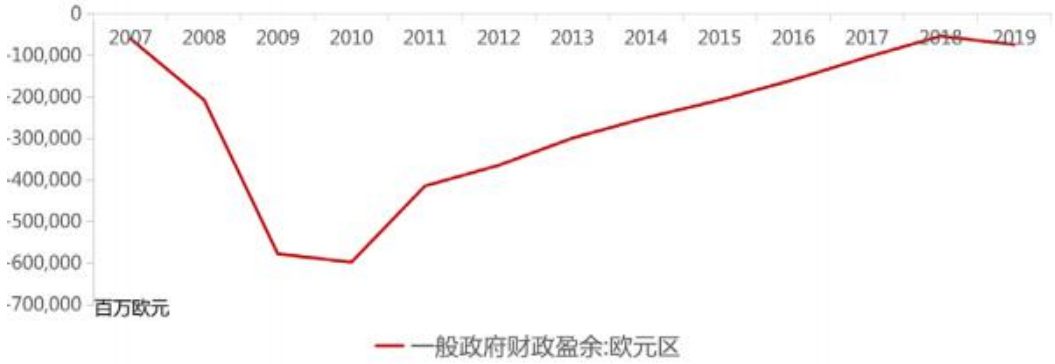
资料来源：万得，中国银行

图表 67. 欧元区社会保险占 GDP 比例



资料来源：万得，中国银行

图表 68. 欧元区政府财政盈余情况



资料来源：万得，中国银行

英国脱欧迷局，方向未明。从 2016 年英国举行脱欧公投至今，脱欧问题已经纠缠四年有余，2020 年 1 月份英国从法律层面已经离开欧盟，但仍处于过渡期。根据英欧先前达成的脱欧协议，2020 年底前如果双方能够达成未来关系协议，过渡期结束后就按照协议执行。如果未能达成协议，为保障爱尔兰和北爱尔兰之间的边境稳定，双方不会在北爱边境设置障碍，维系当前现状。2020 年 10 月份英国政府表示，初步阶段的谈判期为 10 月 22 日至 25 日。此前，英国政府称如果没有在 10 月 15 日之前达成协议，英国将无协议脱欧；2020 年 10 月 13 日，英国首相高级

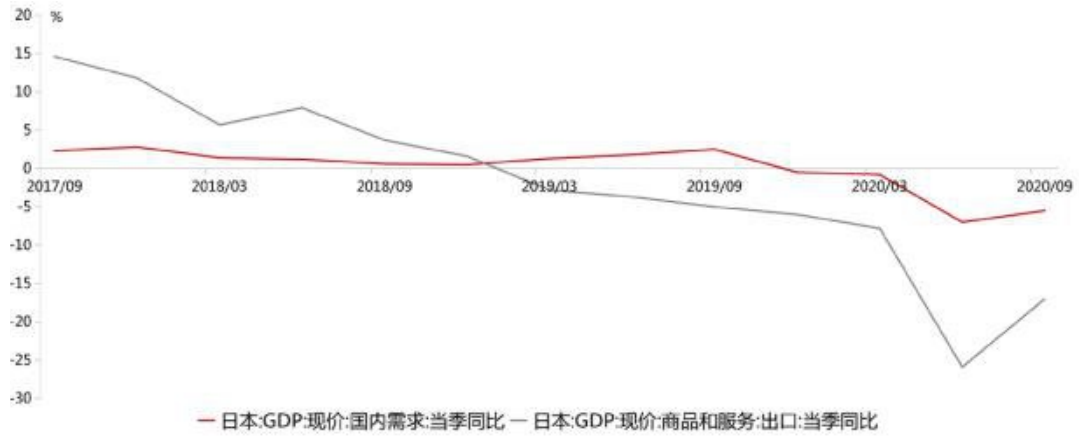
顾问多米尼克·卡明斯辞职，他被认为是“脱欧”等重大事务的核心参与者。目前，脱欧进入 50 天倒计时，英国政府面临脱欧最后期限和新冠疫情卷土重来的双重考验。

2.4.2 日本：依赖出口，终看全球

2.4.2.1 疫情防控较好，但经济恢复乏力

日本抗疫有效，但经济修复结构性问题仍存在。疫情发生以来，一方面日本政府通过设立新冠病毒对策本部，按照现行危机管理体制进行疫情防控；另一方面，日本民众对抗击新冠疫情具有良好的公共道德和自我意识，日本新冠疫情一直控制在相对良好的水平。然而，经济恢复仍然乏力，日本二季度 GDP 年增速同比下降 27.8%，环比下降 7.8%。三季度 GDP 虽环比上升 5.0%，但仍无法弥补二季度经济下降带来的裂痕。且日本属于外向型经济，受疫情影响，日本当季出口额大幅下降，三季度出口虽环比增长 7%，但仍低于疫情前。此外，为了对冲疫情带来的影响，操作空间有限的日本央行不得不出台“无上限”宽松的货币政策，这进一步推高了日本政府的债务。2020 年 6 月，日本政府债务占 GDP 比重已高达 215%。

图表 69. 日本 GDP 情况



资料来源：万得，中国银行

图表 70. 日本 PMI 情况



资料来源：万得，中国银行

图表 71. 日本政府债务情况

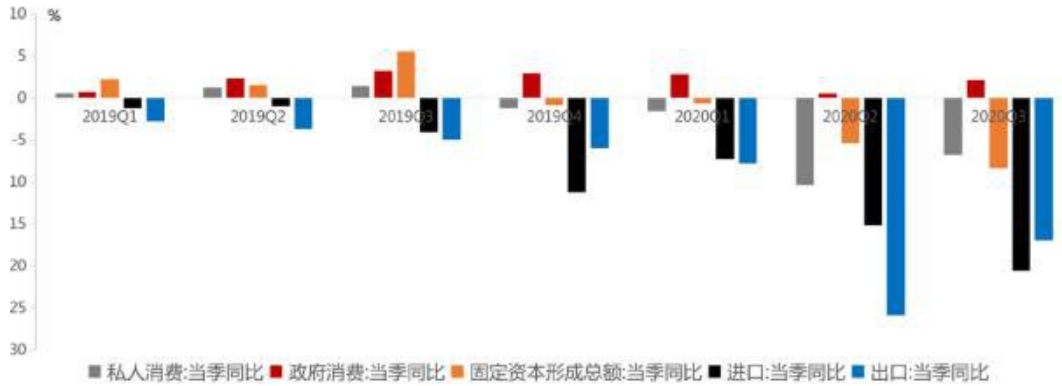


资料来源：万得，中国银行

2.4.2.2 与中国的经济互动将是继续恢复的关键

中国经济率先复苏对日本经济复苏有利。日本属于外向型经济体，是全球第四大商品贸易国，净出口对日本经济影响较大。作为世界第二、第三经济体和亚洲主要国家，中日两国之间保持较为频繁的贸易联系。受疫情影响，3 月份日本对中国出口额下降 8.7%，4 月访日外国游客人数同比降幅扩大至 99.9%，中国游客在其中占较大比例。随着中国经济率先复苏，2020 年 9 月，中国从日本进口金额高达 171.9 亿美元，同比增长 13.4%。2020 年 11 月 15 日签署的 RCEP 为中日自由贸易的开展及中日韩自由贸易区的谈判打开一扇大门。在疫情导致的高度不确定性的全球经济背景下，RCEP 的建立有助于形成更加稳定的可预期的经济环境、有利于增强区域内生产网络的信心。作为目前经济唯一正增长的中国，中国将涌现出大量新的消费和投资增长点，对后疫情时期日本经济恢复将会产生深刻影响。

图表 72. 日本经济分项表现情况



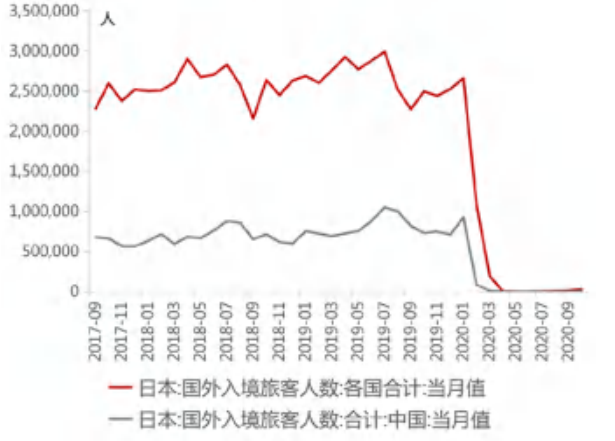
资料来源：万得，中国银行

图表 73. 中国从日本进口情况



资料来源：万得，中国银行

图表 74. 日本国外游客情况



资料来源：万得，中国银行

2.4.2.3 大选和奥运会支撑日本经济复苏

2021 年日本经济面临两大焦点，一是新首相上任后是否会延续安倍经济学的举措；二是东京奥运会是否会如期举行。一方面，日本将在明年迎来新一轮大选，新首相菅义伟此前多次表示会延续安倍的诸多经济政策，加大财政与货币政策的配合。另一方面，东道国日本方正在紧密筹备奥运会，随着全球疫情逐渐可控，假定明年东京奥运会正常举行，奥运景气将对日本投资和消费产生积极拉动作用，在一定程度上助力日本经济复苏。

2.4.3 其他新兴经济体：疫情冲击，表现分化

2.4.3.1 新兴市场国家从疫情中复苏节奏不同

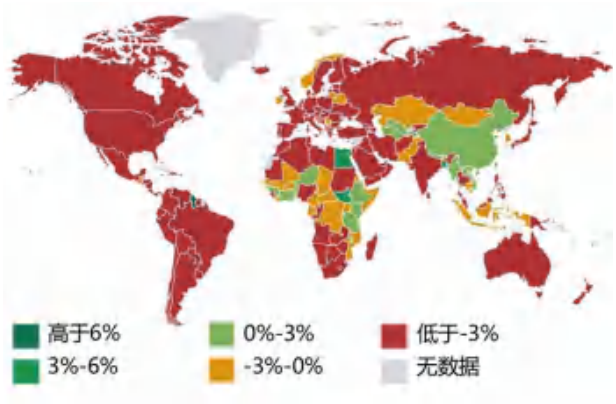
后疫情时代新兴市场国家经济复苏出现区域分化。根据 IMF 预测数据显示，在新冠疫情的影响下，今年全球经济实际 GDP 增速为 -4.4%，新兴市场与其他市场同步下降，但得益于较早对疫情进行控制，经济复苏表现好于全球平均水平，预计全年实际 GDP 增速为 -3.3%。在新兴市场内部，不同区域间已经开始出现结构性的分化，从经济基本面来看，俄罗斯、巴西贸易盈余占 GDP 比重高，对大宗商品特别是对原油依赖高，受外需萎缩冲击严重，而土耳其、墨西哥、马来西亚等国本身旅游业在 GDP 权重较高，因此受全球旅行禁令冲击的影响较大。从国际偿付能力来看，匈牙利、土耳其、智利、阿根廷等国外债与外储比例较高，在风险偏好下降，海外资金流出时，较难应对资本外流和偿付压力。

图表 75. 新兴市场与发达国家 GDP 增速下跌



资料来源：万得，中国银行

图表 76. 全球实际 GDP 增速再现断崖式下跌

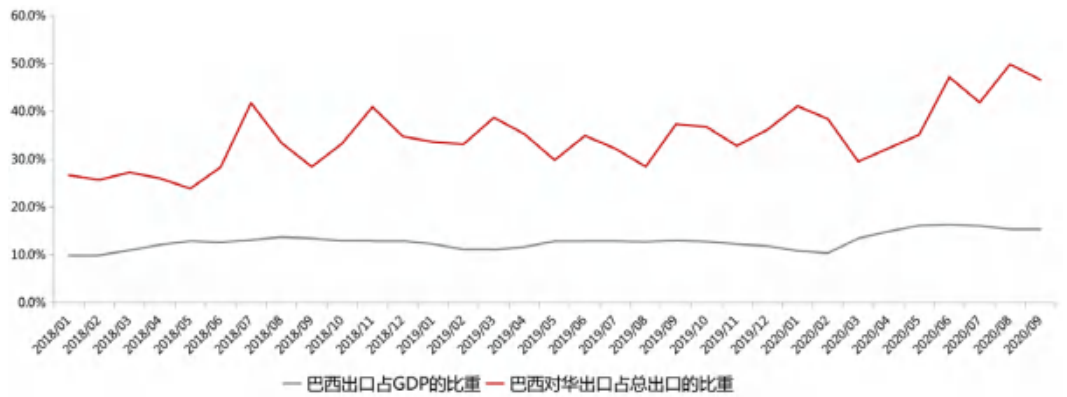


资料来源：IMF，中国银行

2.4.3.2 新兴市场国家整体上需要靠中国拉动外需

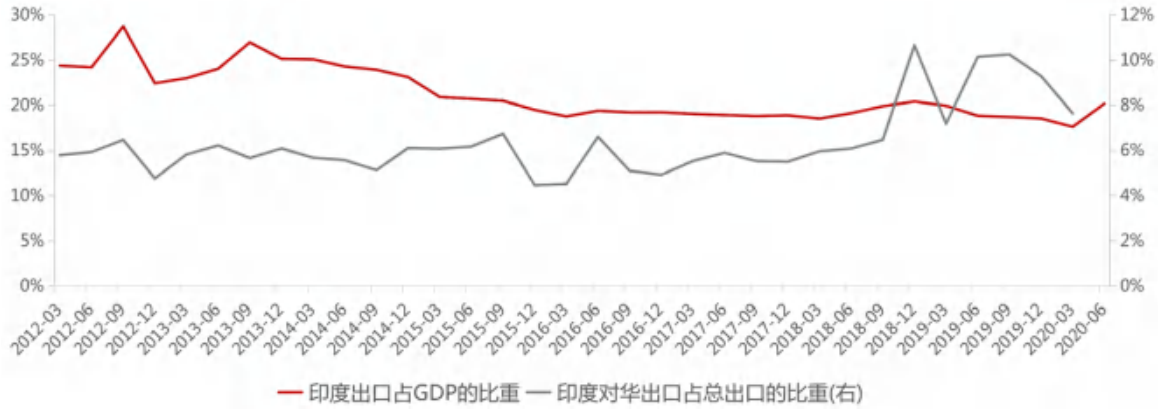
中国成为新兴市场国家经济恢复的主要动力。在全球化背景下，区域一体化逐渐成为新兴市场国家战略发展的重点，出口对于其经济发展至关重要，而在疫情影响下，出口的重要性进一步上升。截至 2020 年 9 月，出口占巴西 GDP 的比重为 15.3%，较年初 10.8% 的水平上涨约 5 个百分点；出口占印度 GDP 的比重为 19.7%，较年初 17.6% 的水平上超过 2 个百分点。同时，中国是新兴市场国家外贸活动的重要参与者，疫情以来中国的需求对于新兴市场国家变得更加重要，截至 2020 年 9 月，巴西对华出口占出口总额的比重为 46.6%，同比增速 42%；印度对华出口占出口总额的比重为 7.6%，较二季度 10% 的高点有所回落，但同比增速仍高达 38%。目前疫情后的经济复苏中国走在世界前列，在新兴市场国家的贸易伙伴中占据优势，成为新兴市场国家经济恢复的主要动力。

图表 77. 巴西出口占 GDP 比重及对华出口比重



资料来源：万得，中国银行

图表 78. 印度出口占 GDP 比重及对华出口比重



资料来源：万得，中国银行

2.4.3.3 部分经济体受疫情和债务双重冲击

部分新兴市场国家面临较大债务风险。对于新兴市场国家而言，一方面新冠疫情对其造成了巨大冲击，经济仍在恢复中；另一方面，美元升值和外债集中到期等因素加剧了其债务负担。2020 年上半年，评级机构惠誉下调了 30 余个国家的主权评级，其中包括巴西、印度等新兴市场国家。诺贝尔经济学奖得主、世界银行前首席经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨也警告称，新冠疫情可能使得诸多新兴市场国家陷入债务危机，从而引发全球金融危机。

图表 79. 部分新兴市场国家债务情况

	外债 /GDP	政府债务 /GDP	主权评级
巴西	36%	88%	BB-
印度	19%	68%	BBB-
俄罗斯	29%	15%	BBB-
土耳其	59%	30%	B+

资料来源：万得，中国银行



权益篇

全球回归基本面，东方持续复兴

全球股市回归基本面，在共振复苏与政策回归双重作用下走向收敛。中国 A 股有望终结“牛短熊长”的历史，演绎“从复苏到复兴”；中国港股定价权终将回归，估值偏见有望消融。美股配置需求仍在，风格或将切换；欧元区、英国股市并不悲观；日股涨势有望延续；新兴市场，观察越南。密切关注美联储政策拐点。

3.1 中国股市：从“复苏”到“复兴”

3.1.1 A 股：复苏之势，复兴之路

2020 年回顾。今年市场走势可谓一波三折。受新冠疫情影响，春节后 A 股快速下挫逾 10%，上证指数下跌至 2700 点附近。得益于强力抗疫措施逐步落地，疫情波及规模、范围都受到有效控制，A 股随着经济重启逐步反弹。随后疫情在欧美国家爆发，全球股市大跌，A 股二次探底，上证指数下探至 2646 年内低点后展开反弹。随着全球各主要经济体争先推出经济刺激政策，充裕的流动性推升资产价格，市场沿着受益疫情防控景气增长的医药、受产业链供应链影响小且国家层面大力扶植的科技、自身业绩增长确定性强的食品饮料等多条主线发力。两市震荡盘升逐步收复年初失地。因我国抗疫措施防控有力，经济复苏较快，财政货币刺激政策节制。然而欧美国家陷入疫情泥潭后经济濒临崩溃，为挽救经济选择推出大规模财政货币刺激政策。天量流动性选择在二季度抄底美股后，又有部分资金基于比价效应选择经济复苏领先但指数反弹较为缓和的 A 股。三季度初市场情绪被迅速点燃，上证指数在短短 9 个交易日内上涨近 500 点，涨幅逾 15%，市场不乏大牛市来了的呼喊声。但随着成交量逐步萎缩，两市开始横盘震荡整理，上证指数构筑 3170-3450 点的月度箱体震荡区间。我们在《2020 中国银行个人金融全球资产配置白皮书》中看好中国股市的复苏趋势，尽管多了新冠疫情这一最大不确定变量，但经济在一季度末短暂偏离复苏轨道后很快就回到复苏轨道之中，年度维度观察仍然得到市场检验。看好的 5G、新能源车、食品饮料、医药等板块也在今年市场中涨幅居前。

2021 年展望。从中长期趋势看，中国股市从 2019 年的“转折之年”到 2020 年的“转折到复苏”，2021 年正好来到确认长期向好趋势的关键之年。我们预计 2021 年 A 股有望终结“牛短熊长”的历史，演绎“从复苏到复兴”行情并确认未来中国股市长期向好的大趋势。我们认为，2021 年经济有望持续、全面复苏，特别是今年复苏相对落后的消费有望恢复至疫前水平。今年低基数将使得明年一季度出现接近 20% 的 GDP 增长，随着疫苗使用、疫情渐退与全球经济共振复苏，将给 2021 上半年权益市场带来较好的投资机会。股票发行全面推行注册制后与国际规则接轨，资本市场更高水平上对外开放为全球资金参与中国资本市场创造了有利条件，中国资产性价比的提升，全球财富的再平衡势必在全球范围内重估中国资产。价值与周期有望回归，成长与科技长期热度不减，休整后的消费方兴未艾，有望形成各领风骚一个季度的情形，但明年货币政策会否出现超预期收紧是我们需要适时重点关注的不确定因素。

对于 2021 年的 A 股市场，我们通过估值、盈利、股票与资金供求、金融政策四个层面来分析中期趋势。

3.1.1.1 估值：估值整体回升，指数有所分化

我们统计了 2005 年以来近 15 年 A 股主要宽基指数市盈率及市净率数据，据此观察当前市场估值水平的合理性与未来变动趋势。2020 年指数的上涨叠加疫情下企业盈利的下滑，导致各大宽基指数估值均有不同程度抬升。截至 11 月 13 日，创 50、创业板指和深成指分别处于历史分位的 83.7%、81.6% 和 79.4% 中高水平；其他指数也处于中位数附近，仅中证 500 处于历史的 32.8% 水平，相对低估。从市净率上看，各大指数分化更加明显，创业板指、

创 50 与深成指分别处于历史分位 90.3%、85.5% 和 75.2% 的高估区域；而中证 500、上证综指和上证 50 则处于历史分位 18.4%、22.4% 和 25.3%，仍处于底部区域。随着经济持续复苏，企业盈利改善，预计 2021 年 A 股将实现两位数盈利，部分指数估值偏高状态有望得到缓解。

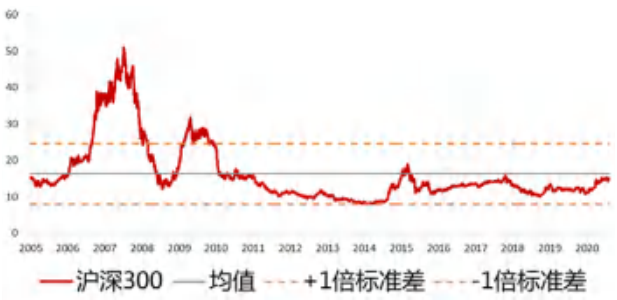
图表 80.2020 年主要宽基指数估值整体回升

指数板块	PE TTM			PB LF		
	当前 PE (2020/11/13)	2005 年以来 PE 均值	历史分位	当前 PB (2020/11/13)	2005 年以来 PE 均值	历史分位
上证综指	15.4	18.3	47.20%	1.4	2.2	22.40%
深证成指	31.5	24.3	79.40%	3.4	3.1	75.20%
创业板指	63.6	52.4	81.60%	7.5	5.3	90.30%
上证 50	11.6	14.2	54.10%	1.2	2	25.30%
沪深 300	14.9	16.3	64.80%	1.6	2.2	38.40%
中证 500	29	39.9	32.80%	2.1	2.9	18.40%
中证 1000	48	54.8	46.60%	2.6	3.2	36.90%
创业板 50	75.3	57.2	83.70%	8.6	6.2	85.50%

资料来源：万得，中国银行

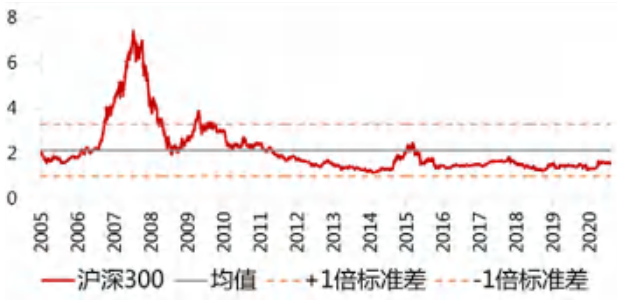
市净率仍处低位，蓝筹估值有望修复。目前代表蓝筹股的沪深 300 指数市盈率 14.85 倍，处于历史均值 16.3 倍向下 0.1 倍标准差附近。沪深 300 指数市净率估值为 1.59 倍，低于历史均值 0.5 倍标准差左右。

图表 81. 沪深 300 市盈率纵向对比



资料来源：万得，中国银行

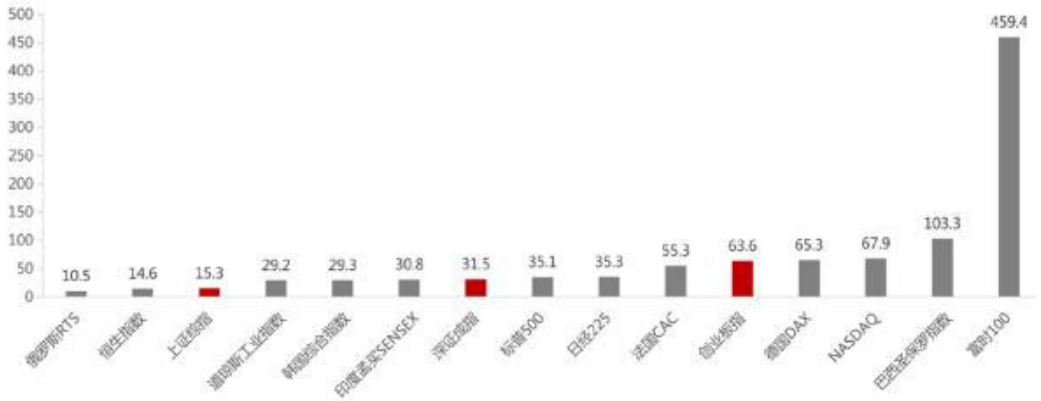
图表 82. 沪深 300 市净率纵向对比



资料来源：万得，中国银行

受疫情影响各国横向对比出现异常值，比较意义不大。因疫情原因企业盈利受到冲击，部分国家股市估值出现异常，如富时 100 指数估值 459.4 倍，巴西圣保罗指数估值 103.3 倍，分别是 2019 年的 26 倍与 6 倍。各国指数已处于近 20 年的极端高估位置，比较意义不大。

图表 83. 全球主要市场市盈率对比



资料来源：万得，中国银行

3.1.1.2 盈利：盈利持续改善，估值有望修复

上市公司的盈利水平是支撑股市走好的基础。在 2021 年货币政策逐步回归常态，流动性不再推动估值上涨的预期下，全球权益市场都将回归基本面，A 股也不例外，盈利将会成为高估值板块修复估值以及低估值板块上涨的重要因素。

我们预计 2020 年复苏相对落后的消费有望在 2021 年与制造业投资一起，成为经济增长的增量贡献。随着国民经济逐步恢复常态，居民收入增长，消费预期改善，消费对经济增长的贡献有望继续保持 60% 甚至更高水平。

图表 84.2020 年 GDP 增速与非金融石化上市公司利润增速

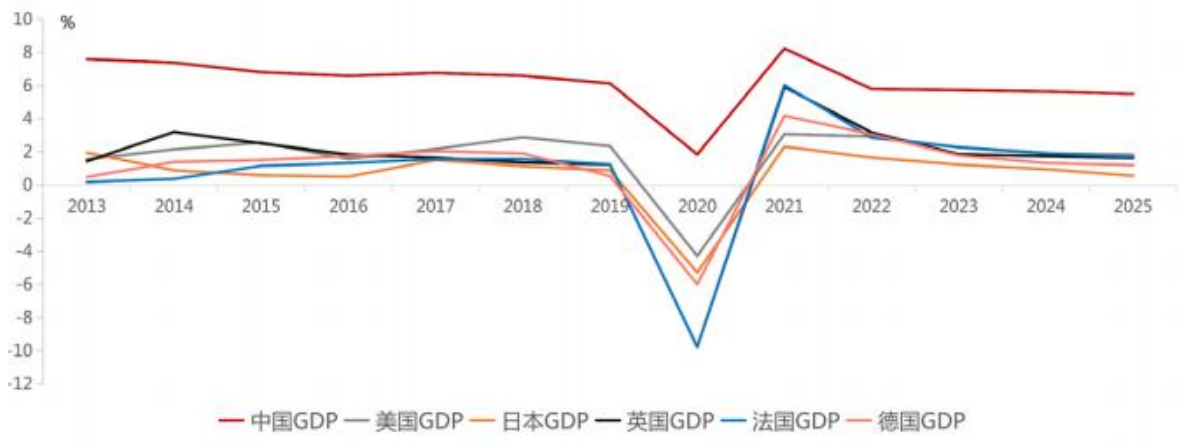


资料来源：万得，中国银行

进出口方面，尽管疫情后发达国家部分医疗及防疫产业链可能回归本土，但疫情期间中企拓展（建链）和巩固（强链）的产业链地位仍然会发挥作用，并在全球需求复苏过程中产生积极效果。我们预计 2020 年中国 A 股累计盈利增速为 -2% 左右，A 股整体盈利有望延续二季度以来的改善势头，四季度盈利增速 15% 以上。2021 年 A 股盈利增速有望回升至 20% 左右。这将有利于相关上市公司的估值修复。

IMF 预测未来 5 年中国经济仍将领先全球。IMF 预测 2020 年中国 GDP 增速 1.8%，是世界主要经济体中唯一一个正增长的国家；预测 2021 年中国 GDP 增速 8.2%，继续领跑全球；未来 5 年经济增速仍将保持在 5% 以上，在全球主要经济体中是独一档存在。2020 年各国受疫情影响，经济复苏普遍落后中国一个季度以上，实际 GDP 增速差距有所拉大。2021 年随着疫情影响逐渐退去，各国有望拉近与中国差距。整体复苏过程将更加缓慢，一直持续至 2023 年左右。

图表 85.IMF 对世界主要经济体未来经济增速预测



资料来源：万得，中国银行

3.1.1.3 股票与资金供求：多层次资本市场基本建成，供需两旺呈良性循环

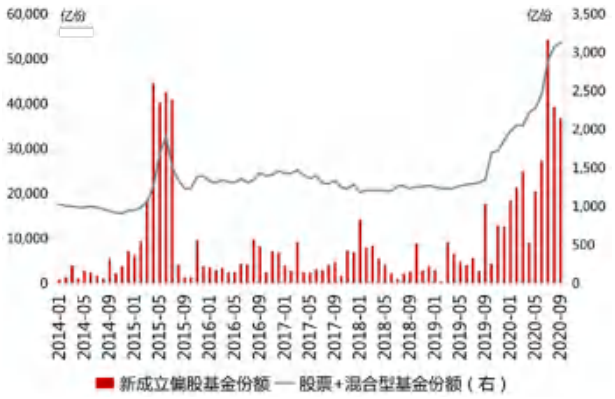
继 2019 年 6 月试行科创板、2020 年新三板推出精选层并试行小额 IPO、2020 年 8 月推行创业板注册制、新三板转板和全面推行注册制有望在 2021 年实施，一个“规范、透明、开放、有活力、有韧性多层次资本市场”终于在其成立三十年之际基本建成。

在这个多层次资本市场框架之下，股市作为经济晴雨表的功能进一步强化，资本市场的枢纽作用充分发挥，资本市场推动金融资源与要素市场配置，促进资本、科技与实体经济的高水平循环，更好服务国内国际双循环发展新格局得以充分展现，各市场参与主体的获得感进一步提升。预计 2021 年 A 股市场优质股票与资金供给有望呈现供需两旺的态势，活跃市场的同时有力的支持实体经济高质量发展。2021 年我们对国内市场股票与资金的供求测算如下：

资金供给渠道之公募、私募基金。2020 年偏股公募基金发行除 4 月成立规模较少外，其余月份均超过千亿，7 月单月发行 3173 亿元已超过 2015 年牛市单月峰值 2601 亿元。前三季度累计发行 1.47 万亿，已超过 2015 年的 1.3 万亿，创历史新高。从当前趋势看，7 月以来 A 股处于横盘整理状态，偏股基金发行有所回落，10 月发行 1577 亿元相较上半年仍处于较高水平。照此发行节奏，2020 年全年偏股基金发行规模有望逼近 2 万亿大关。“房住不炒”理念深入人心，非标和 P2P 治理持续推进效果显现。本轮资金扩张已持续两年时间，在权益类基金连续两年盈利中位数超过 30% 的赚钱效应驱动下，预计 2021 年居民储蓄产品化，尤其是购买公募基金的趋势仍将延续，而且有望提速。今年头部基金经理发行规模较大，考虑管理规模上限以及市场风格切换可能，预计明年爆款基金发行节奏有所放缓，全年贡献资金净流入 8000 亿元。

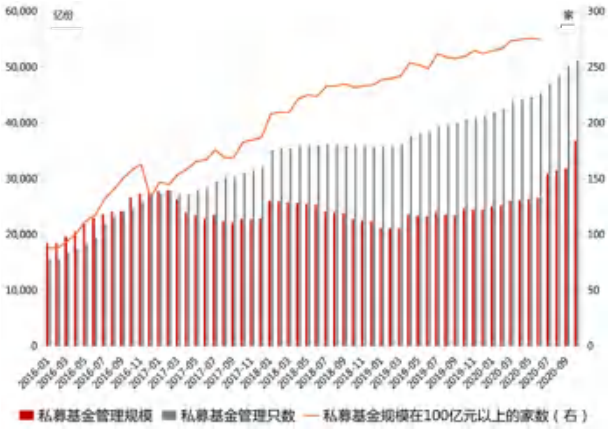
2020 年私募基金受资管新规影响逐步弱化，规模及家数均出现大幅提升。截至 10 月末，私募基金管理规模 3.68 万亿，私募基金管理只数 5.12 万只，分别较 2019 年末提升 1.23 万亿与 9797 只。从仓位来看，近几月私募均保持 75%-85% 高仓位运行，处于历史较高水平。预计 2020 年私募贡献增量资金 2840 亿元。2021 年私募市场扩张态势有望延续，预计全年贡献 3000 亿增量资金。

图表 86. 公募基金新募份额与存量份额变动



资料来源：万得，中国银行

图表 87. 私募基金规模发展情况

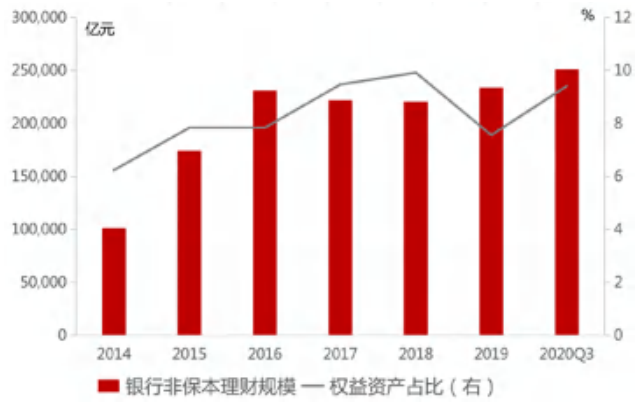


资料来源：万得，中国银行

资金供给渠道之理财产品、保险。随着银行理财子公司陆续开业，银行加大净值型转型力度。面对固定收益投资领域收益率趋势性下行，信用债爆雷常态化使得高分红权益资产性价比提升，银行理财子公司非保本理财配置权益的规模有望增加。理财子公司非保本理财规模在 2019 年企稳回升，2020 年 Q3 为 25.1 万亿元，较 2019 年末提升 7.3%。结合权益资产占比估算，2020 年银行理财将为 A 股带来增量资金 1600 亿元。

2020 年 7 月 31 日，中国人民银行发布的《优化资管新规过渡期安排，引导资管业务平稳转型》指出，为平稳推动资管新规实施和资管业务规范转型，经各部门审慎研究决定，资管新规过渡期延长至 2021 年底。压降结构化存款，限制现金管理产品，银行理财净值化转型过程中权益类和“固收 +”产品将具备明显优势。预计 2020 年银行理财带来增量资金 1600 亿元，2021 年带来 800 亿元。保险资金方面，近几年资金运用余额持续攀升，今年 6 月突破 20 万亿大关，9 月达 20.7 万亿，股票投资占比与去年末持平，余额达 2.18 万亿。预计 2020 年险资带来增量 3095 亿元。考虑到目前保险权益投资比例上限已从 30% 提升至 45%，今年已有 2 个月份比例提升至 14%，按明年提升至 14% 测算，带来增量资金 3000 亿元。

图表 88. 非保本理财产品存量规模及投资权益占比



资料来源：中国理财网，中国银行

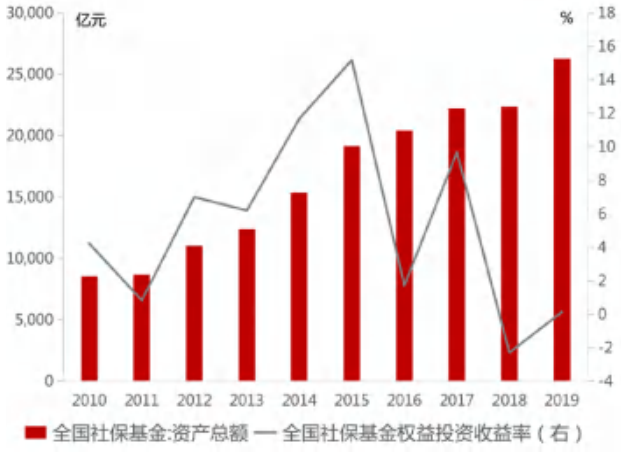
图表 89. 保险资金发展情况



资料来源：万得，中国银行

资金供给渠道之社保及年金、两融。按照招商证券估算，社会保障资金、养老金、企业年金将分别带来增量资金 107 亿元、400 亿元与 184 亿元。2021 年带来增量资金 104 亿元、450 亿元与 233 亿元。2020 年融资杠杆资金成为 A 股重要资金来源，至 11 月 13 日累计净流入 4334 亿元，预估年内净流入 4500 亿元，2021 年净流入 2000 亿元。

图表 90. 全国社保基金规模



资料来源：万得，中国银行

图表 91. 融资融券余额



资料来源：万得，中国银行

资金供给渠道之外资。随着金融对外开放的提速，外资正在成为 A 股重要的力量。2020 年受国内外市场波动加大影响，北上资金月度波动有所加大，有 3 个月份出现资金净流出。截至 11 月 13 日，年内资金累计净流入 1244 亿元。预计全年净流入约 1340 亿元。结合科创板有望在 2021 年年初纳入沪股通标的，预计也会增加外资流入 A 股的规模。在全球负利率资产规模不断扩大，叠加我们对明年人民币升值的研判，预计 2021 年外资加快进入 A 股的进程，北上资金净流入有望超过 1000 亿元。

图表 92. 陆股通月度资金流入



资料来源：万得，中国银行

图表 93. 境外资金持股市值规模及占比



资料来源：万得，中国银行

资金供给渠道之股票回购。2020 年 1-10 月上市公司回购规模约为 625 亿元，全年可达 745 亿元。考虑到上市公司倾向于在股价低估时回购公司股票，在高估时卖出，预计 2021 年回购规模不会大幅增长，约为 700 亿元。

资金需求渠道之 IPO。截至 2020 年 10 月末，主板、中小板、创业板、科创板分别募资 1098 亿元、283 亿元、759 亿元和 1963 亿元。中芯国际、金龙鱼等相继上市，预计全年 IPO 规模达 4500 亿元。2021 年注册制改革有望全面推广，加上已经改革完成注册制改革的创业板和科创板，预计明年 IPO 仍有望维持较高水平。

资金需求渠道之增发配股。预计 2020 年内定增货币认购金额为 6300 亿元，考虑到今年前 10 个月发布定增计划已达 1.1 万亿，预计明年规模仍将上行。年内配股募资约 480 亿元，预计明年有所减少。

资金需求渠道之股东减持。2020 年全年解禁规模为 4.65 万亿，前 10 月已减持 4900 亿元，超 2019 年全年，预计全年净减持 5500 亿元。2021 年全年解禁规模为 4.5 万亿。从时间上看，峰值在 6 月，预计全年净减持规模有所增加。

资金需求渠道之税费及利息等。2020 年前 10 个月 A 股累计成交额为 165 万亿，全年成交金额可达 196 万亿，按佣金 0.3‰，印花税率 1‰计算，则佣金费和印花税为 2545 亿元。2020 年前 10 个月融资余额平均约 1.2 万亿元，按照融资利率平均 8% 计算，融资利息 987 亿元。2021 年预计两项将继续增长。

2020 年资金供求分析。根据前述论证，做 2021 年资金供求关系分析，预计明年资金有望净流入 6850 亿元，资金供给相对充裕。

图表 94. 2020 年增量资金测算及 2021 年展望

2020 年增量资金测算及 2021 年展望（2020/10/31）		
项目	2020 年	2021 年估算
公募基金	13000	8000
私募基金	2840	3000
银行理财	1600	800
信托产品	735	400
保险机构	3095	3000
境外资金	1340	1000
社会保障类资金	828	890
融资净买入	4500	2000
股票回购	6400	11000
证券备付金	745	700
资金供给合计	35083	30790
IPO	4500	4900
增发	6300	7200
配股	480	300
优先股	30	500
可转债	760	750
重要股东净减持	5500	5700
佣金及印花税	2545	3320
融资利息	987	1270
资金需求合计	21102	23940
净流入	13981	6850

资料来源：*招商证券 中国银行*　　单位：亿元人民币

3.1.1.4 金融政策：发挥资本市场枢纽作用，夯实股市长期向好基础

“建制度、不干预、零容忍”九字方针，构建 A 股良好生态环境。国务院副总理刘鹤在第十二届陆家嘴论坛首次提出“建制度、不干预、零容忍”资本市场建设九字方针，他提出“要坚持市场化、法治化原则，完善信息披露、发行、退市等基本制度，着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度，健全鼓励中长期资金开展价值投资的制度体系。强化对市场中介机构的监管，大幅提高对财务造假等违法违规行为的打击力度，加快推动证券代表人诉讼机制落地，更好保护投资者利益。”“建制度”是良好资本市场生态的基座，为“不干预”“零容忍”提供制度规范基础；“不干预”是良好资本市场生态的基本理念，有赖于更强的制度性约束和执法震慑；“零容忍”是良好资本市场生态的利剑，倒逼市场主体敬畏制度、遵循制度，也使得“干预必要性”显著降低。九字方针为资本市场中长期向好的根本遵循。

全面实行股票发行注册制，开启股权驱动创新时代。国务院金融稳定发展委员会（金融委）10 月 31 日专题会议提出“增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。资本市场功能的不断提升，为中国经济的可持续发展，提供了一个市场化、股权驱动的问题解决方案，克服了过去依靠债务融资，无法有效支持创新驱动和高质量发展的弊病，帮助中国经济转型，夯实股市长期向好基石。

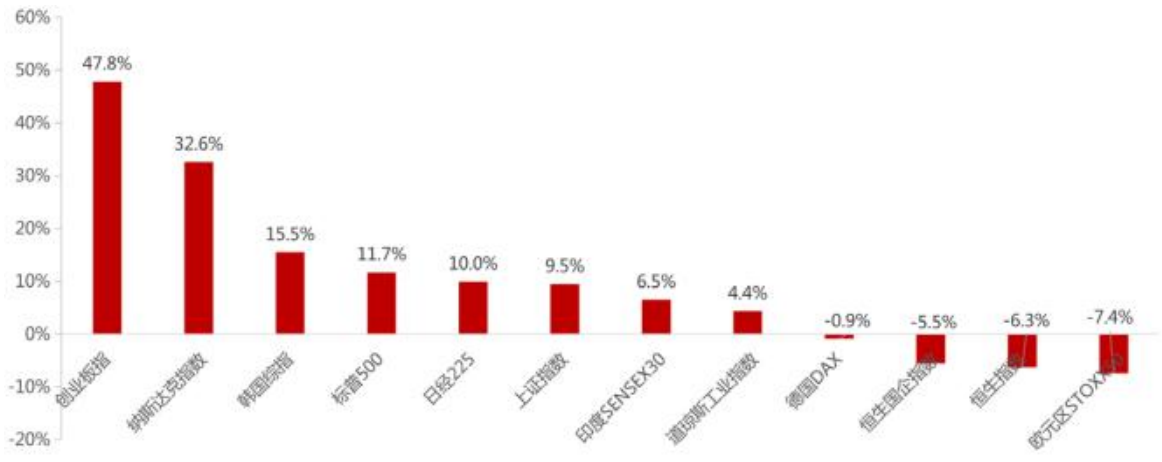
3.1.1.5 A 股结论

我们认为，从国家战略以及资本市场政策导向来看，全面注册制后中国的资本市场在全球的竞争力日渐凸显，叠加中国经济在全球的比较竞争优势，中国资产在全球的性价比越来越高，金融开放和与国际接轨带来的海外资金配置中国资产更加便利，未来全球低配中国的局面有望改善。从经济复苏和上市公司盈利改善来看，今年低基数将使得明年一季度出现接近 20% 的 GDP 增长。随着疫情渐退，全球经济共振复苏，上市公司盈利驱动的投资机会有望跨年展开。从上市公司估值水平观察，在全球高估值背景下，中国核心资产仍处于较低的历史分位，人民币升值、“房住不炒”后居民家庭财富的再平衡都将为股市提供长期资金来源，这种趋势已经形成并有望提速。2021 年，核心资产估值重估，指数中枢有望上移，部分板块高估值将成为常态，科技板块权重有望继续提升；而权重板块低估将封杀指数下行空间，上半年关注盈利驱动的顺周期行业。板块层面重点关注：一、受益全球经济复苏，企业补库存带动原材料上涨且估值处于低位的顺周期板块，如有色、采掘等；二、“十四五”规划下，肩负产业变革使命，实现核心技术自主可控的部分成长板块，如新能源车产业链、电子、军工等板块；三、受益国家基础设施建设投入且股息率较高的公用事业板块；四、受益于多层次资本市场建设和利润增速出现拐点的大金融板块；五、受益明年新房交付的地产后周期产业链，如家用电器，家装、家居用品等轻工制造板块。

3.1.2 港股：定价权终将回归，估值偏见有望消融

2020 年，新冠疫情给全球金融市场带来了剧烈冲击，香港市场也未能幸免。截至 11 月 17 日，恒生指数、恒生国企指数全年跌幅分别为 6.3%、5.5%，表现逊于标普 500、日经 225、上证指数等全球主要股指，港股成为 2020 年全球表现最弱的市场之一。

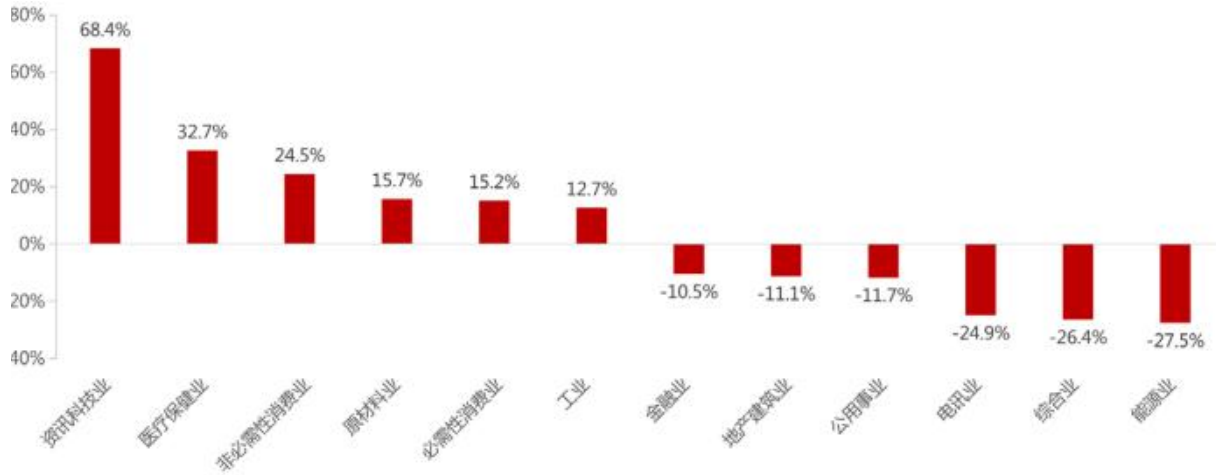
图表 95. 全球主要股指年度涨跌幅



资料来源：万得，中国银行

与此同时，我们看到港股结构性行情明显，科技、医药、消费等行业表现较好。恒生科技指数全年上涨68.3%，大幅跑赢创业板指。

图表 96. 港股今年以来各行业涨幅对比

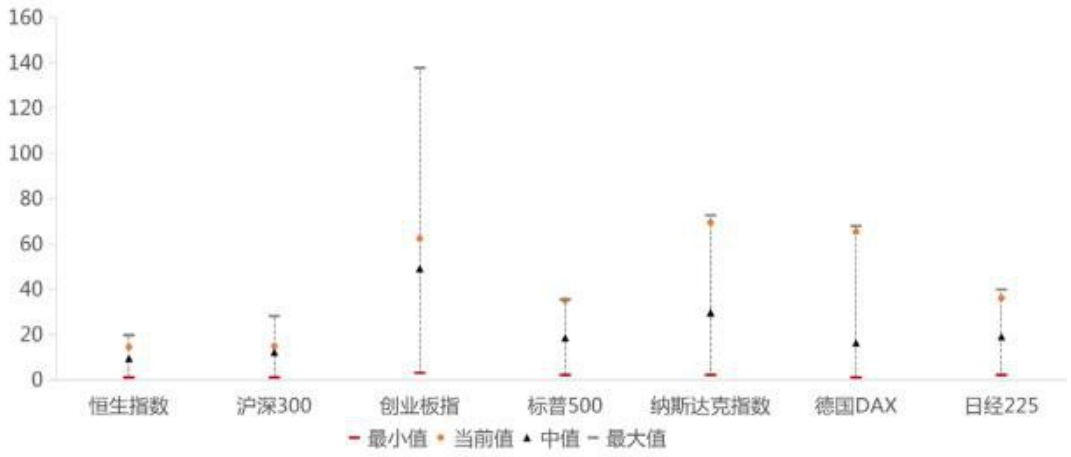


资料来源：万得，中国银行

3.1.2.1 港股低估值依然明显，全球资本对港股仍有估值偏见

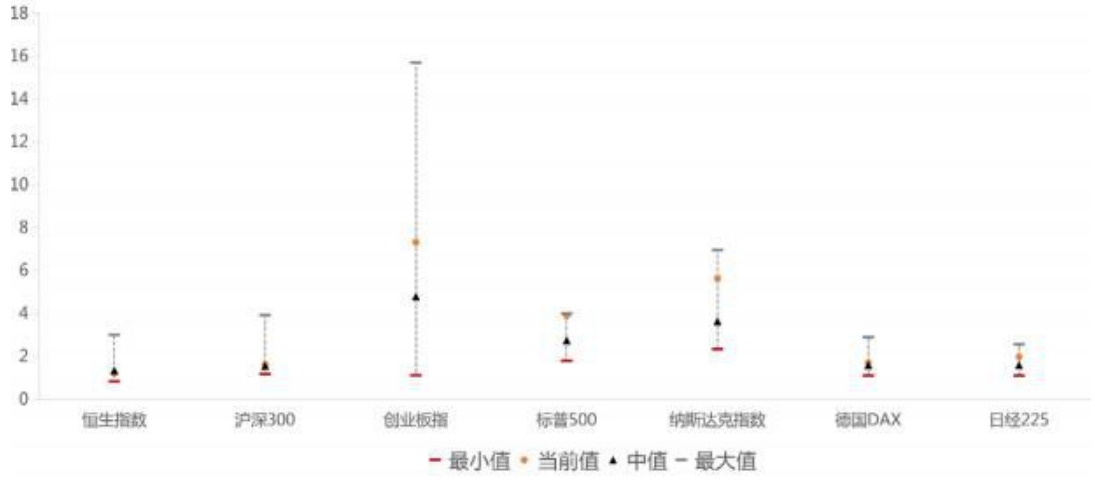
估值优势依然明显。截至11月17日，恒生指数TTM市盈率为14.54倍，虽处于2010年以来的中值之上，但美国、日本、德国等国家代表性股市指数市盈率几乎接近2010年以来的高点；恒生指数市净率为1.21倍，处于历史底部区域。以股息率来看，恒生指数和恒生国企指数股息率也高于其他主要市场股指股息率，同时远高于欧美10年期国债收益率。综合来看，恒指对比全球主要股指更具估值优势。港股属于全球风险资产中的估值洼地，安全边际凸显。2021年在全球流动性宽松的时代格局之下，港股价值中枢有望修复上移。

图表 97. 全球主要股指 PE(TTM) 对比



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020年11月17日

图表 98. 全球主要股指 PB(LF) 对比



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

港股投资性价比相对占优。2020 年 6 月以来，AH 溢价指数不断攀升，10 月初最高冲至 149.80，接近 2015 年 A 股牛市时的溢价水平。截至 11 月 17 日，恒生沪深港通 AH 股溢价回落至 140.26，但仍位于均值一倍标准差以上。AH 股本身标的资产相同，却有着不同的价格走势，是由于两地市场流动性环境和风险偏好等因素造成的。万得数据显示，金融板块溢价扩大是本轮 AH 溢价扩大的主要原因。实际上，港股银行股的下跌并没有影响大资金的青睐。今年以来内地保险公司接连举牌港股银行股，正是看中相关公司估值低、股息率高的特点，看好相关公司的长期发展，通过长期持股来获得收益。从历史规律来看，当前高企的 AH 溢价水平难以持续，未来恒生沪深港通 AH 股溢价收敛将是大概率事件。

图表 99. AH 溢价水平

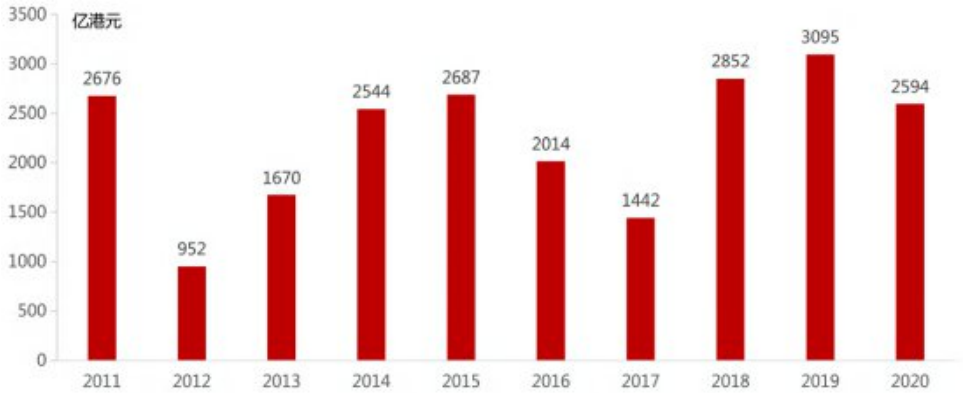


资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

3.1.2.2 市场结构持续优化

募资规模连创新高。2018 年以来，港股 IPO 持续欣欣向荣，募资金额已连续三年维持在较高水平，2020 年有望继续突破 3000 亿港元并再创新高。港交所数据显示，截至 2020 年 10 月港股市场总市值为 43.3 万亿元，较去年同期的 31.8 万亿元上升 36%。2020 年前十个月的平均每日成交金额为 1250 亿元，较去年同期的 890 亿元上升 40%。

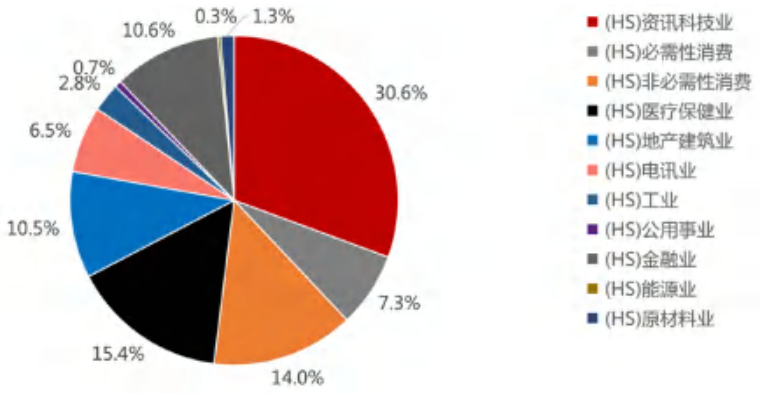
图表 100. 港股首发募资总额



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

“新经济”板块引领港股 IPO。随着港交所上市规则的调整及外部环境的影响，新经济、医疗科技等优质初创企业加速登陆，港股资本市场结构愈发合理。2018 年以来，香港 IPO 融资金额中，资讯科技占比达 30.6%，消费（必需性消费加非必需性消费）占比 21.4%，医疗保健占比达 15.4%，合计占到香港市场 IPO 融资总额的 65% 以上。与此同时，港股股指“新经济化”改革迎来资金追捧。2020 年 7 月，香港恒生指数公司推出恒生科技指数后很快受到市场的广泛关注，目前已有 4 只追踪该指数的 ETF 在港交所上市。可以预见的是，恒生科技指数将成为机构和个人投资者配置港股的重要选择。

图表 101. 2018 年以来香港 IPO 融资金额按行业分布



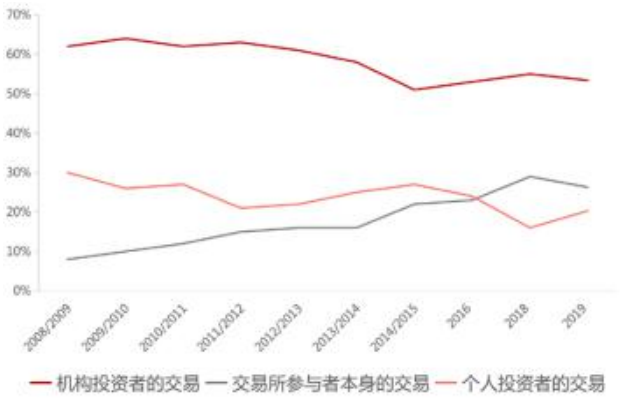
资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

3.1.2.3 重估中国资产，港股定价权终将回归

展望 2021 年，中国经济率先复苏，必将成为全球经济触底反弹的中坚力量。预计 2021 年海外资金将加大对中国资产的配置力度，而香港作为中国金融市场桥头堡的作用将更加凸显。港股作为全球资本市场的估值洼地，有望成为外资配置中国资产的首选。而随着国安法的实施，香港未来政治更加稳定，经济有望重现繁荣；优质中概股回归港股，有利于引流全球资本通过香港市场配置中国优质资产，加之南下资金持续流入港股，港股的估值定价权终将回归，外资对港股持续的估值偏见有望扭转。

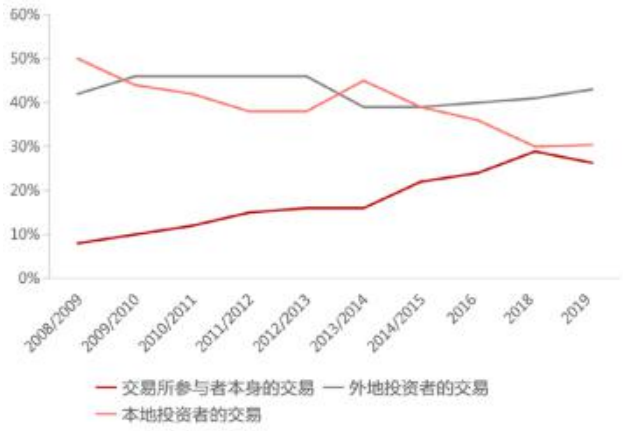
港股定价权逐渐由内地资金占据主导。港股一直以来都是机构投资者主导市场，市场估值中枢由机构投资者决定。根据港交所提供的数据显示：港股中机构投资者和以上市公司为代表的产业资本交易额占比长期维持在 80% 或以上的比例。在机构为主导的投资市场中，离岸投资者的占比接近市场总成交额的 40% 左右，香港本地投资占比不断下滑，11 年间从 50% 降至 26%。因此可以说香港是一个全球化定价市场。

图表 102. 市场总成交金额按投资者类别的分布（机构 / 个人）



资料来源：港交所，西泽投资，中国银行

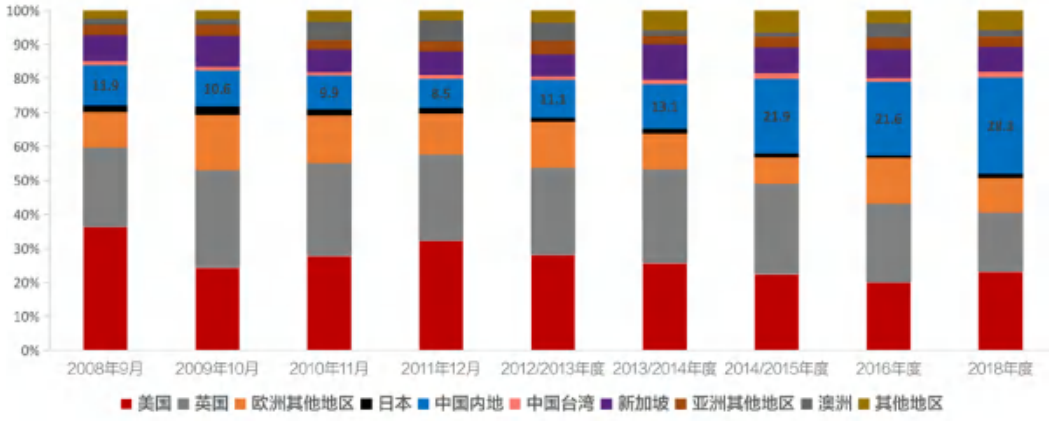
图表 103. 市场总成交金额按投资者类别的分布（本地 / 外地）



资料来源：港交所，西泽投资，中国银行

从参与港股交易的投资机构构成来看，长时间以来港股中的机构客户主要以欧美机构为主。根据港交所公布的数据显示，在 2014/2015 年之前，美国和英国是香港外地投资者占比最高的交易资金来源地，但港股通开通以后，内地资金占比不断提升，2018 年开始已经成为港股最主要的资金来源地。内地资金一直以来就是亚洲对香港投资来源最主要的地区，而这一占比在 2014 年之后进一步加速。随着港股通机制 2014 年的开通，内地资金进入港股比例不断提升，成为全球主流资金中增速最快的来源，2008 年 -2018 年 10 年间复合增长率达到 17.5%。

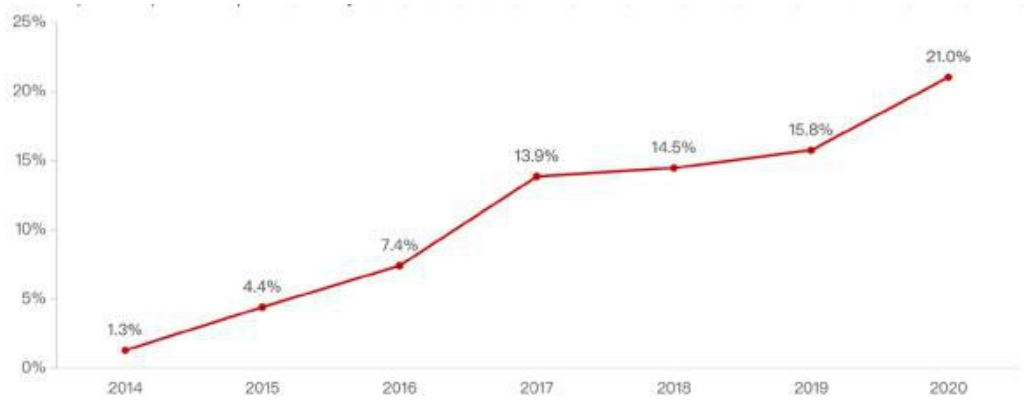
图表 104. 外地投资者交易金额来源地的分布（%）



资料来源：港交所，西泽投资，中国银行

2014 年港股通开通之后，内地资金每年通过港股通机制净流入香港的资金规模呈现快速上升趋势，港股通成交额在港股总成交额中占比也逐年提升。内地资金已经成为香港市场最大的资金来源，并越来越影响到港股的定价中枢。香港市场板块的估值逻辑已经从从参考欧美市场的“可比估值”逻辑逐渐向 A 股同类型公司的“可比估值”转变，内地资金对港股的定价权逐步增强。

图表 105. 港股通成交额在港股总成交额中占比（%）



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

近年来随着内资机构对港股的熟悉程度不断提高，内地资金投资港股的偏好也在发生着明显的变化。对于内地机构来说，以腾讯为代表的资讯科技业和以四大行为代表的银行业是初始配置标的，主要基于稀缺标的和相对估值折价的投资逻辑。随着港股通机制的不断完善以及对于港股交易市场的熟悉度不断提高，以港股通南下持仓为代表的股票名单也出现多元化发展趋势：南下资金持仓结构从 2018 年的金融股为主，到 2020 年的腾讯、小米、美团、港交所等标的成为南下资金的前十大持仓，内地投资机构对于港股的覆盖也在不断地增加厚度和深度。与此同时，港股通便利的交易制度也给内地投资机构创造了更多选择。

图表 106. 港股通持仓市值前十变化

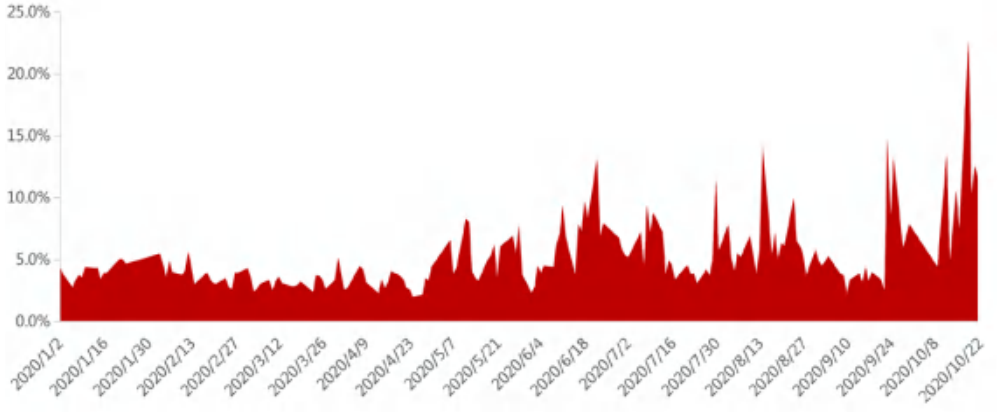
2018 年		2020 年 11 月	
证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
0005.HK	汇丰控股	0700.HK	腾讯控股
1398.HK	工商银行	0939.HK	建设银行
0939.HK	建设银行	1398.HK	工商银行
0700.HK	腾讯控股	3690.HK	美团 -W
1918.HK	融创中国	0005.HK	汇丰控股
3968.HK	招商银行	1810.HK	小米集团 -W
3988.HK	中国银行	0388.HK	香港交易所
1288.HK	农业银行	0175.HK	吉利汽车
0175.HK	吉利汽车	2601.HK	中国太保
0998.HK	中信银行	1288.HK	农业银行

资料来源：万得，西泽投资，中国银行

我们认为随着内地资金投资港股比重的进一步提升，港股内部的结构性分化将会延续，并且受 A 股投资风格的影响会加大。港股部分板块会成为内地投资机构所配置的“核心资产”，其估值中枢不再按照“相对可比估值”，而是基于板块的“稀缺性”和基本面景气度给予有别于港股本身交易特点的“流动性”溢价。例如:“农夫山泉”（9633.HK）上市定价 40 倍 PE 不但高于香港本地同类消费股，也高于 A 股相关上市公司。但是高流动性和港股“稀缺性”支撑了农夫山泉的高估值，这很大程度上归结于港股通的开通，内地资金的投资偏好导致的相关稀缺标的的估值溢价。

“新经济”引领中概股回归浪潮。2018 年 2 月，港交所推出《上市规则》改革，提出“为寻求在香港作为第二上市的中资及国际公司设立新的第二上市渠道”。此后美国通过法案对中概股审核趋严，阿里巴巴、网易、京东等在美上市的优质中概股迎来回归潮，纷纷在港交所实现二次上市。2020 年初以来，纳斯达克指数中中概股的成交额占比日益提升，甚至曾出现单日美股成交额前十的股票里面有 5 只中概股的情况，显示出中国优质企业对于全球资本的强大吸引力。我们预计，2021 年中概股回归将继续，港股市场行业结构更加改善，市场活跃度必将向好。

图表 107. 纳斯达克指数中中概股成交金额占比



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 10 月 22 日

2021 年中概股回归浪潮将继续，进一步推动港股结构优化。除了已经在港上市的阿里巴巴、京东、网易，据中金公司统计，按照截至 10 月 23 日的数据，共有包括拼多多、蔚来汽车、百度、腾讯音乐、爱奇艺、哔哩哔哩、好未来、新东方等 24 家新经济明星公司符合港股二次上市条件，总市值超过 2.22 万亿港元。除此之外，港股新经济的力量不仅限于中概股回归，港股将受益于中国经济新增长点如 TMT、新消费（教育、物业、品牌消费等）、生物科技、先进制造业等。港股还将有望陆续迎来类似字节跳动、滴滴出行等中国互联网行业的独角兽。展望未来，港股的投资生态正发生脱胎换骨的变化，腾讯、阿里巴巴、小米集团、美团、京东等组成的港股新龙头崛起，“新经济”将驱动港股整体估值修复。

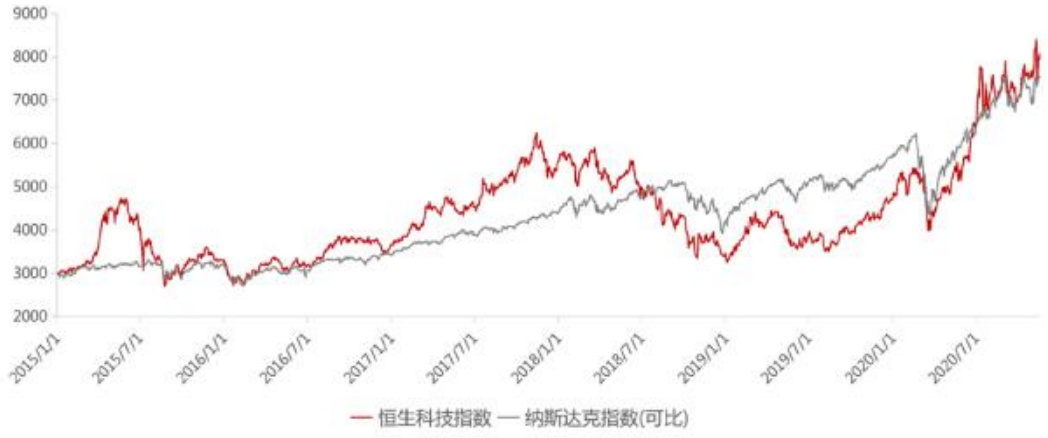
图表 108. 中国估值排名靠前的独角兽公司

公司	行业	最新估值（亿美元）
字节跳动	文化娱乐	1000
阿里云	云服务	770
滴滴出行	交通出行	580
陆金所	互联网金融	394
京东数科	互联网金融	304
菜鸟网络	物流	299
快手	文化娱乐	286
大疆无人机	科技	220
微众银行	互联网金融	185

资料来源：IT 桔子，兴业证券经济与金融研究院，中国银行，数据截至：2020 年 7 月 4 日

“新经济”驱动港股行情。11 月 13 日，恒生指数公司公布了其 9 月定期的季度指数调整结果，纳入美团点评、京东、网易等公司，恒生指数、恒生国企指数和恒生科技指数中新经济占比进一步提升。此外，恒生指数公司宣布将通过不断优化调整，以确保恒生指数继续成为香港股票市场具有代表性及重要的指标。实际上，恒生科技指数作为港股成长股的代表，2015 年初至 2020 年 11 月 17 日，其累计收益率达 164.4%，超过纳斯达克指数的收益率 151.3%。未来随着更多具有增长性和优质基本面的公司成为指数成份股，恒生指数及恒生国企指数有望获得更高估值水平，成为中长期港股行情向好的驱动力量。

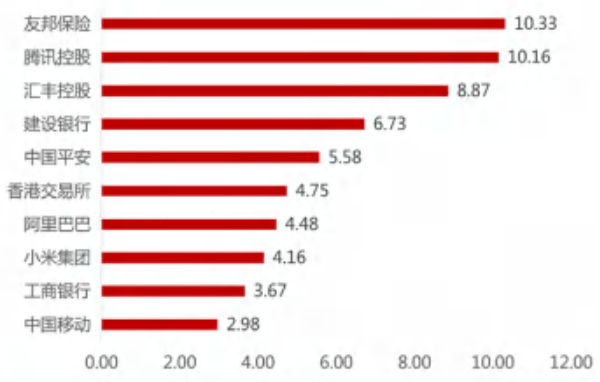
图表 109. 恒生科技指数与纳斯达克指数走势



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

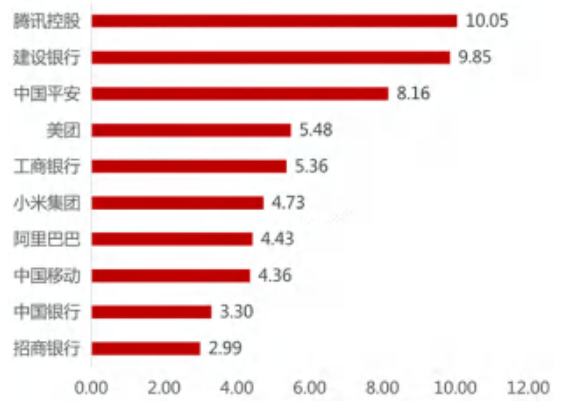
未来随着更多的新经济龙头进入恒指，有望为港股注入强劲的中长期上涨动力。腾讯、美团、阿里、小米四大科技股占恒生国企指数权重已经达到 25%。腾讯、阿里、小米占恒生指数的权重也接近 20%。未来港股的主要上涨动力将由内地的优质上市公司驱动，港股的定价权也终将逐步回归到内资定价。

图表 110. 恒生国企指数前十大成份股权重（%）



资料来源：恒生指数有限公司，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 27 日

图表 111. 恒生指数前十大成份股权重（%）



资料来源：恒生指数有限公司，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 27 日

南向资金加速流入。今年以来，南向资金净流入规模大幅增长。截至 11 月 17 日，南向资金累计净流入 5842 亿港元，远高于北向资金在此区间的净流入（北向资金累计净流入 1270 亿人民币），创出港股通开通以来的最高水平，超过了 2018 和 2019 年累计净流入的总和。与此同时，港股通交易在香港股市整体成交额中的占比也从开通时的 1.3% 逐年提升，今年达到新高 21.0%。内地公募基金在香港市场中也扮演愈发重要的角色。从 2020 年 3 季报来看，839 家内地公募基金共持有 3164 亿元的香港上市股票，同比增幅超过 200%。展望未来，在“房住不炒”的背景下，中国居民股票及股权资产配置比例不断提升，优质港股资产将成为资金南下首选，“北水南下”趋势将进一步加速。

图表 112. 内地公募基金投资港股情况



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

海外资金回流港股。受中美贸易摩擦等因素影响，近两年海外资金流入港股规模一直保持在较低水平。2021 年，大国博弈有望进入相对缓和阶段，国安法实施后的香港繁荣稳定和长治久安得到保障，市场情绪回暖，海外普遍面临宽松流动性、高估值股票、负利率债券的“资产荒”时代，优质中国企业将迎来全球资金的重点配置。港交所数据显示，截止 2020 年 10 月中国内地企业（含 H 股、红筹股及内地民营企业）总市值占比达 81.2%，较 2019 年末提升 10.9%，港股正在成为海外机构购买中国优质资产的重要通道，预计 2021 年将有更多海外资金流向香港市场。

与汇率走势背离正在修复。历史经验来看，港股与新兴市场汇率表现高度正相关，也就意味着，当美元指数走弱时，资金流向新兴市场，此阶段港股往往上涨。今年以来，虽然美元指数一路走低，但受金融、地产等权重板块下跌影响，港股并未走出明显的上涨行情。展望 2021 年，美元或维持弱势，而人民币料将延续渐进升值的趋势，港股上市公司代表了以人民币计价的中国优质资产，必将受到资金青睐，港股整体估值有望抬升。

图表 113. 港股与美元指数（倒序）的背离正在修复



资料来源：万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

结论：中概股回归，优质企业加速登陆，港股资本市场结构更为合理。中国内地企业市值占比不断提升，南向资金成为影响定价权的关键，港股整体投资生态显著改善。随着全球疫情控制与经济企稳，海外资金重新配置中国资产，港股有望迎来系统性行情，低估值的现状终将成为历史。港股定价权将回归内资主导，估值重构和新经济成长双轮驱动港股行情。我们坚定看好中国资产，优先配置港股。

3.2 美国股市：配置需求仍在，风格或将切换

3.2.1 美股估值高企，低利率提供支撑

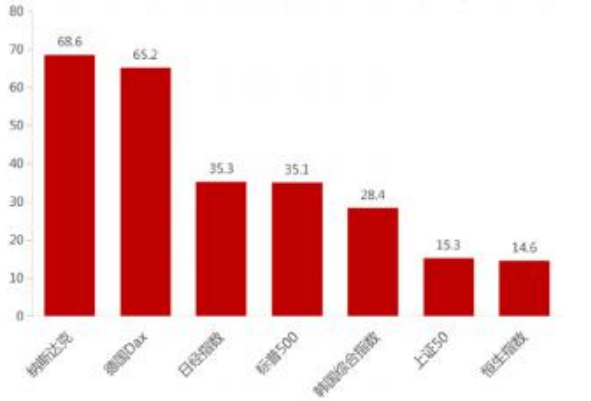
美股估值横向纵向比均处于高位。此轮美股牛市始于 2009 年，2020 年 2-3 月在疫情冲击下，标普 500、道琼斯工业指数、纳斯达克指数出现大幅回调，带动估值同步向下；3 月底以来，随着超常规政策刺激的推出，各大指数继续创出新高。截至 11 月末，标普 500 的估值达 35 倍左右，而纳斯达克指数的估值更是高达 68 倍，均高于 2009 年的高点水平，远高于 10 年均值。同时与其他发达国家市场横向比较，三大指数的估值依旧偏高。

图表 114. 纳斯达克指数与标普 500 估值创新高



资料来源：万得，中国银行

图表 115. 美国估值横向对比处于高位



资料来源：万得，中国银行

年内涨幅源于宽松，后续或将继续获得支撑。对标普 500 指数贡献进行拆解，今年估值上涨来自宽松政策下的估值拉动（47%），抵消了盈利大幅下行对指数的拖累（-24%）。虽然美股估值已经偏高，但流动性继续宽松叠加有效的财政政策或将继续支撑估值。2020 年美债收益率维持在 0.5-1% 的区间，2021 年即便可能有所抬升，然而，经济的完全恢复需要时间，所以美债收益率抬升的幅度预计可控，仍可支撑标普 500 相对较高的估值。

图表 116. 标普 500 增长贡献拆解图



资料来源：万得，中国银行

图表 117. 美国估值受益于低利率环境



资料来源：万得，中国银行

3.2.2 盈利修复，优于欧日

企业盈利修复趋势优于其他市场。从盈利增长看，截至 2019 年底，标普 500 近十年 EPS 年复合增长率为 26.89%，优于欧洲和日本。此外，标普 500 公司的 ROIC 和净利润率也高于欧洲和日本。今年初至 10 月末，疫情对标普 500EPS 的拖累相对更小，为 -28.4%。美股估值的快速回升，体现了在疫情冲击下，美国企业从宽松的货币和信用条件中受益，对冲疫情影响并巩固市场份额，从而支撑美股的成长性。随着疫情退去及新一轮财政刺激开启，这些企业将体现更加优越的盈利水平。

图表 118. 标普 500 成份股 EPS 增长快于欧洲和日本



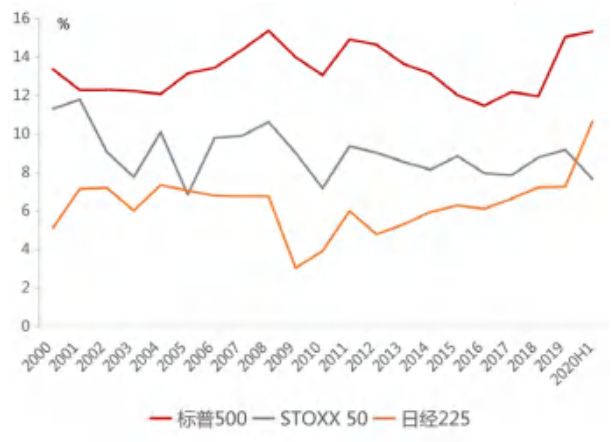
资料来源：中信证券，万得，中国银行

图表 119. 年初至 10 月末标普 500 成份股 EPS 跌幅相对较低



资料来源：中信证券，万得，中国银行

图表 120. 标普 500 指数 ROIC 显著高于欧洲和日本



资料来源：中信证券，中国银行

图表 121. 标普 500 指数净利润率高于欧洲和日本



资料来源：中信证券，中国银行

巨额的股票回购也进一步支撑美股的 EPS。从近五年的维度来观察美股，每个年度最大的市场新增资金渠道均为上市公司股票回购，这也从另一方面支撑了上市公司的 EPS。2015 年 -2019 年，标普 500 上市公司年度回购规模均超过 5400 亿元美元，五年回购总规模达到 3.25 万亿元，相较于同期总市值增长 9.25 亿美元的规模，回购贡献比例达 35.1%。2020 年前三季度，标普 500 公司累计回购仍达到 3554 亿美元，其中主要行业为信息技术（38.4%）、通信服务（16.6%）、金融（16.2%）和医疗保健（10.2%）。展望 2021 年，宽松的政策环境、极低的债务成本仍将继续激发美股上市公司主动回购的动力。

图表 122. 过去五年上市公司回购是美股市场最大的增量资金来源



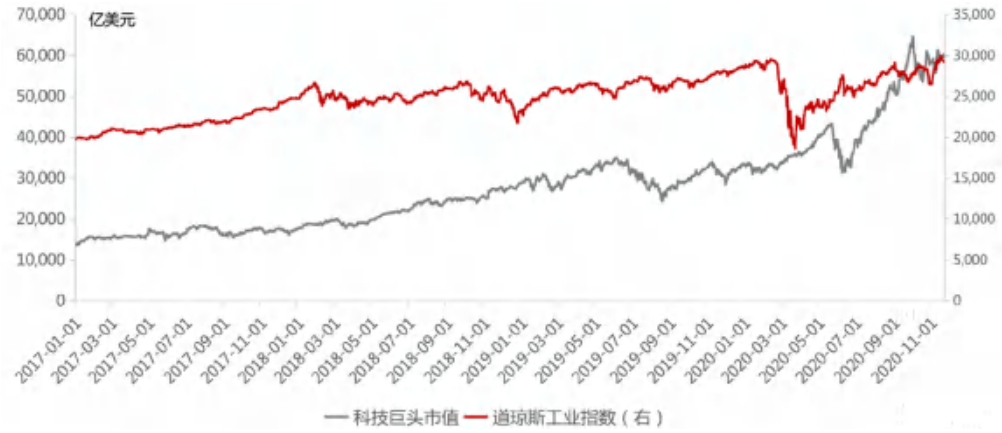
资料来源：中信证券，万得，中国银行，数据截至：2020 年 11 月 17 日

3.2.3 政党轮换理念转变，市场风格或将切换

3.2.3.1 估值高度分化，明年有望收敛

美国“无上限”的刺激政策大量放水催生科技股的流动性牛市。随着新冠疫情的全球蔓延，传统周期性行业受到了巨大影响，但以科技股为代表的新经济成长股却逆势而上，带动美股强劲反弹。美股科技股 2020 年的股价力压传统行业龙头股。比如 Facebook、亚马逊、苹果、微软、奈飞、谷歌这六大科技巨头，2020 年以来的涨幅分别为 17.92%、60.29%、31.88%、29.36%、52.36%、13.35%，均远超道琼斯工业指数的涨幅。

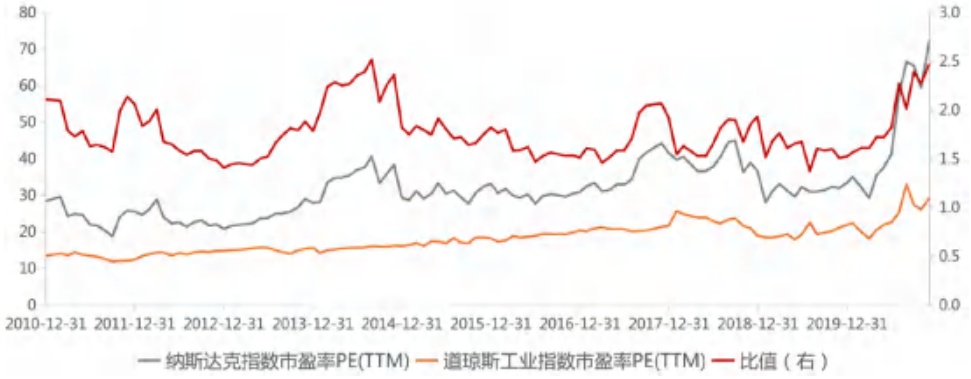
图表 123. 美国科技巨头表现优于指数



资料来源：万得，中国银行

美股价值股与科技股的估值分化达到近十年高点。从估值角度看，截至 12 月初，纳斯达克指数市盈率达 72 倍，而道琼斯工业指数市盈率 29 倍，两者比值达到 2.5 倍，分化程度处于近十年峰值。我们预计，随着美国经济有望驶入复苏通道、拜登政府的基建计划推出，相对利多能源、制造业、可选消费等板块，道指与纳指的估值分化有望收敛。

图表 124. 美国估值分化明显



资料来源：万得，中国银行

3.2.3.2 民主党政府倾向于约束科技巨头

政策可能约束科技巨头。美国两党均认为大型科技公司在市场上拥有太多权力，而政府需要采取更多限制措施。民主党议员向苹果、亚马逊、Facebook 和谷歌发出明确信息：“你拥有垄断权力，现在面临被拆分的风险。”基于 100 多万份内部文件以及对专家和竞争公司的采访，民主党针对科技四巨头，提出了强有力的垄断行为证据，可以看出民主党进行反垄断改革的态度十分明确。

2000 年美国对微软进行反垄断调查后，虽然最终微软没有被拆分，但也约束了其商业行为，使其不得在操作系统上捆绑销售软件。近期美国对新兴巨头的反垄断调查，目前虽然没有明确的定论，但这一进程或将持续，科技巨头利用垄断地位进行的一些争议行为可能会有所收敛。这一定程度上会影响科技股的上行前景。

3.3 欧洲股市: 触底反弹，不用悲观

3.3.1 极端事件，极值凸显

从市盈率（TTM）的角度，欧元区主要国家权益市场估值分位数均处于接近 100% 的 10 年高位，这是疫情对金融市场的间接影响，即疫情过后估值高成为权益市场的普遍问题。但乐观情况下，即使考虑欧洲经济不受二次疫情影响，待疫情缓和一段时间后 PE 也仍将处于高位。若经济基本面持续恢复，整体来说 2021 年欧元区主要国家盈利上扬，或有望消化部分估值压力。

图表 125. 欧洲市场主要指数近 10 年估值情况

主要国家	当前 PE	历史分位	PE 历史中值	PE 历史最大值	PE 历史最小值	PE 历史均值
富时 100	233.67	99.43%	18.11	459.47	9.53	25.91
德国 DAX	65.16	99.81%	17.19	67.5	8.77	17.74
法国 CAC	55.46	100.00%	19.16	55.46	8.41	19.51

资料来源：*万得，中国银行*

图表 126. 欧洲市场主要指数近 10 年市净率情况

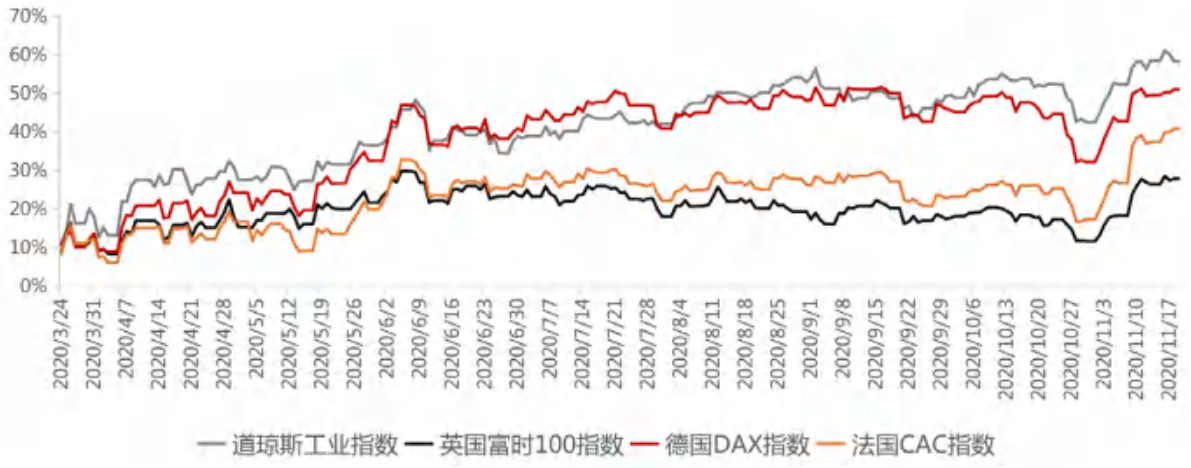
主要国家	当前 PB	历史分位	PB 历史中值	PB 历史最大值	PB 历史最小值	PB 历史均值
富时 100	1.60	12.26%	1.81	2.03	1.27	1.78
德国 DAX	1.68	64.30%	1.61	2.05	1.09	1.6
法国 CAC	1.67	94.43%	1.44	1.78	0.96	1.42

资料来源：*万得，中国银行*

3.3.2 横向比较，有望补涨

在 2019 年及之前，欧洲主要国家股市走势和美国股市同频共振。在整个历史上，欧洲主要国家的股市走势和美国股市往往呈现同涨同跌的特性。但近一年以来，这样的相关性下降，这主要是由于今年欧元区受疫情冲击程度与美国差异较大而使得这样的相关性减弱。截至 2020 年 11 月 18 日，美国道琼斯指数已创下疫情之前的新高，而欧元区主要国家股指呈现不同程度的跌幅。其中，英国跌幅最大，富时 100 指数跌 -15.35%；法国次之，法国 CAC 指数跌 -7.87%；受疫情影响后经济基本面较好的德国跌幅较小，德国 DAX 指数仅微跌 -0.63%。若只是从 2020 年 3 月 23 日受新冠疫情冲击以后看，这样的差距更大。美国道琼斯指数从 3 月 23 日至今涨幅为 58.34%，英法德三国涨幅分别为 27.86%、40.80% 和 51.03%，美股区间涨幅约为英国的 2 倍。因此，从技术面看，预期未来疫情防控有效，英国有被动补涨的需求。

图表 127. 2020 年 3 月 23 日至 11 月中旬欧洲重点国家股指与美国道琼斯股指涨幅



资料来源：万得，中国银行

3.3.3 英德有机会，问题亦不少

危中有机，疫情决定。本次疫情的影响是深远的，欧洲经济想要恢复到疫情之前且加速发展还需时日。全球各家医药巨头的新冠疫苗试验结果或将进入集中发布期，类似 11 月 9 日辉瑞公布的疫苗利好消息，将提振尽早实现广泛接种、消除疫情影响的国家，加快其经济复苏的预期，欧洲各国经济形势也将呈现分化态势。相对而言，德国有更多的结构性机会：一是预期经济恢复正常对于经济以重工业、汽车产业以及机械制造业等顺周期行业为主的德国更为有利；二是作为中国的贸易伙伴之一，在中国 “一带一路”向欧洲出口占比中，德国位居第一，中国疫情防控有效，经济复苏向好，对于德国经济有拉动效应。

“脱欧”靴子，近在咫尺。英国脱欧过渡期将于今年 12 月 31 日结束，但目前英国与欧盟尚未达成脱欧后的贸易协议，英国最终有序脱欧的可能性较大，但仍需考虑其带给市场的短期冲击。不管是在过渡期结束前达成协议，还是“无协议脱欧”，对于市场而言，这样的不确定性将很快随着时间的推移而终结，且随着未来英国政府相应防疫措施的推进，若疫情和脱欧出现向好进展，这意味着短期内英国市场的上升潜力可能较大，英国有望重新获得投资者更多的关注。

诸多问题，干扰犹存。除了疫情之外，种族问题、民族问题、宗教问题等始终是欧洲经济稳定运行的干扰项，给市场以更多的不确定性。

小结：整体而言，欧洲股市的未来并不悲观，中性偏积极。对该市场标配为主，且在配置欧洲权益市场时可以重点关注英国和德国的机会。

3.4 日本股市: 基本面逻辑弱化，流动性驱动补强

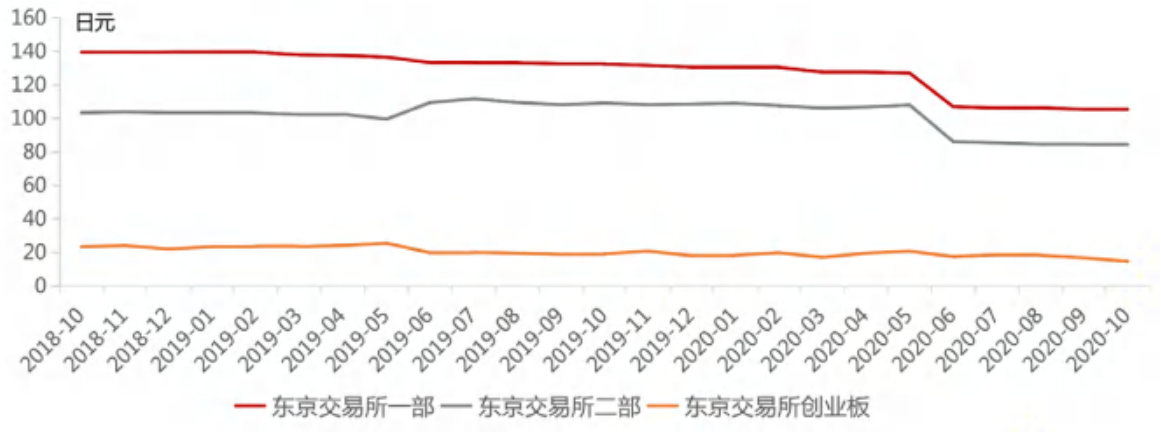
3.4.1 估值优势弱化

日经 225 指数目前 PE（TTM）约为 35 倍，PB 约 1.9 倍。横向看，日股 PE 水平仍明显低于欧美股市；PB 则低于美股，但略高于英、德、法等主要欧洲市场。纵向看，日经 225 指数去年同期 PE 为 18 倍，PB1.8 倍。整体看，日本股市的估值优势有所弱化。

3.4.2 盈利虽仍待恢复，但宽松政策提供支持

从下图看，日本上市公司盈利仍未恢复到疫前水平。而日经指数近一年涨幅约 10%，表明指数的上涨并非由基本面驱动，而是由欧美日央行的无限宽松政策推动。这一点，也可从日经 225 指数市盈率较去年几乎翻倍但市净率变化不大的情况中得到印证。日本企业的盈利水平能否进一步恢复，将主要由全球疫情控制和经济复苏情况决定。全球流动性宽松短期内没有终结迹象，将继续为日本股市提供上涨动力。

图表 128. 东京交易所每股收益



资料来源：*万得，中国银行*

3.4.3 央行购股，继续助力

2010 年日本央行重启量化宽松并买入 ETF，日本央行持有的 ETF 市值及其占日股总市值的比重也在逐年攀升，日本股市和汇市也逐渐形成了明显的负相关性。但从 2020 年疫情爆发以来，日元和日股出现了罕见的同步上涨。日元的强势，一方面是由于日本国内疫情控制相对欧美较好；另一方面则受资金避险情绪推动。而日本股市的上涨主要受到全球极度宽松的流动性和央行直接注资推动。目前，日本央行持有 ETF 市值占日股总市值比重已达到 5.58%，再创历史新高，且占比有加速上升态势。

图表 129. 日本央行持有 ETF 占总市值比重



资料来源：*万得，中国银行*

3.4.4 结论

尽管日本经济和企业盈利较疫前仍有差距，但由于全球流动性的极度宽松和日股估值的相对优势，日本股市的上涨态势有望延续。

3.5 新兴市场：中国之外，观察越南

3.5.1 无限量宽，估值高企

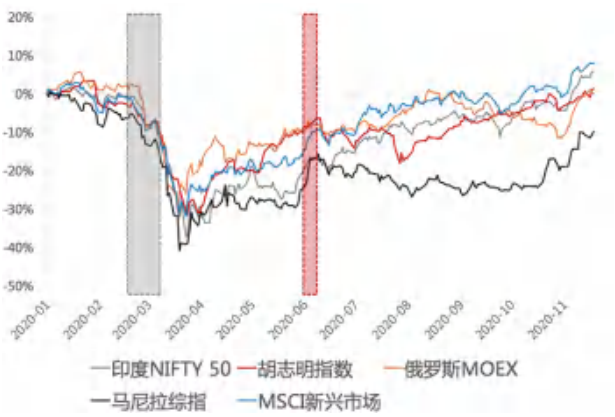
开年初期，新兴市场在全球宽松的大环境下，基本延续着 2019 年 4 季度以来的上升趋势。然而随着疫情扩散，全球美元流动性危机爆发，新兴市场在资产无差别抛售中未能幸免。自 2 月中旬疫情全球扩散起，至 3 月 23 日美联储无限量化宽松前，MSCI 新兴市场指数下跌 31.47%。

自 3 月 23 日美联储开启无限量化宽松模式后，新兴市场与发达市场同步开启了快速的上涨行情。有意思的是，在 6 月底美股股指期货合约到期后，受美股估值修复完成以及美国国内疫情反弹双重因素共同影响，国际资金选择

撤出美股，进入当时以 A 股为代表的“价值洼地”进行配置，因此可以观察到 MSCI 新兴市场在 7 月份走势明显强于标普 500。

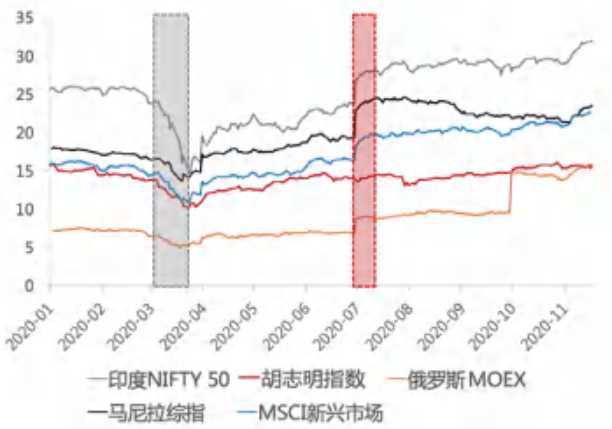
在 8 月、9 月、10 月连续走平以后，11 月在全球普遍性资产荒的背景下，新兴市场开启了年内的第三轮上涨行情。但值得注意的是，由于绝大部分国家仍未进入经济复苏阶段，整体产能利用率还在低位徘徊，企业利润快速滑坡，今年权益市场的拥挤交易实际上将部分新兴市场估值水平推升到了历史高位。例如印度 NIFTY 50 的市盈率已经达到了 32.01 倍，对应的隐含收益率仅为 3.12%，非常接近标普 500 的水平。结合当前印度 10 年期国债的收益率为 5.88%，权益市场的性价比已经不高，需要密切关注明年盈利改善情况，警惕潜在下行风险。

图表 130. 今年以来主要新兴市场表现



资料来源：万得，中国银行

图表 131. 主要新兴市场估值水平变化 P/E（TTM）



资料来源：Bloomberg，中国银行

3.5.2 弱势美元，资本外溢

基于全球市场货币继续宽松的大环境，在考虑因疫情防控措施不同，导致区域间经济复苏进度分化的前提下，我们继续对部分新兴市场国家权益市场保持谨慎乐观的态度。

通过对布雷顿森林体系后美元指数所经历的三个完整升值周期和两个完整贬值周期进行追溯，可以发现各个周期内的全球权益市场表现出了一个明显的“跷跷板”效应。在美元贬值周期内，新兴市场权益跑赢发达国家，反之则发达国家权益跑赢新兴市场。

图表 132. 在不同的美元升贬值周期内，主要经济体权益市场表现出现分化

美元周期		升值周期			贬值周期		
	区间范围	1978/10/31	1985/2/28	变动幅度	1985/2/28	1992/8/31	变动幅度
第一轮	美元指数	83.07	160.41	93.10%	160.41	78.88	-50.83%
	MSCI发达	123.46	196.96	59.53%	196.96	506.64	157.22%
	道琼斯	792.45	1284.01	62.03%	1284.01	3257.35	153.69%
	纳斯达克	111.12	284.17	155.73%	284.17	563.12	98.16%
	标普500	93.15	181.18	94.50%	181.18	414.03	128.52%
	日经225	5902.93	12321.92	108.74%	12321.92	18061.12	46.58%
	韩国综指	141.10	134.93	-4.37%	134.93	562.80	317.11%
	恒生指数	673.11	1375.30	104.32%	1375.30	5628.60	309.26%
	台湾加权	626.92	781.37	24.64%	781.37	3946.35	405.06%
第二轮	区间范围	1992/8/31	2002/1/31	变动幅度	2002/1/31	2009/11/30	变动幅度
	美元指数	78.88	120.24	52.43%	120.24	74.81	-37.78%
	MSCI发达	506.64	972.42	91.94%	972.42	1149.01	18.16%
	标普500	414.03	1130.20	172.98%	1130.20	1095.63	-3.06%
	日经225	18061.12	9997.80	-44.64%	9997.80	9345.55	-6.52%
	MSCI新兴	293.44	327.75	11.69%	327.75	953.13	190.81%
	上证指数	823.27	1491.67	81.19%	1491.67	3195.30	114.21%
	韩国综指	562.80	748.07	32.92%	748.07	1555.60	107.95%
	恒生指数	5628.60	10725.30	90.55%	10725.30	21821.50	103.46%
	台湾加权	3946.35	5872.14	48.80%	5872.14	7582.21	29.12%
第三轮	区间范围	2009/11/30	2016/12/30	变动幅度	2016/12/30	2020/11/18	变动幅度
	美元指数	74.81	102.38	36.86%	102.38	92.97	-9.19%
	MSCI发达	1149.01	1751.22	52.41%	1751.22	2529.29	44.43%
	标普500	1095.63	2238.83	104.34%	2238.83	3585.15	60.13%
	日经225	9345.55	19114.37	104.53%	19114.37	25385.87	32.81%
	MSCI新兴	953.13	862.27	-9.53%	862.27	1188.35	37.82%
	亚洲(除日本)	465.03	514.34	10.60%	514.34	782.21	52.08%
	沪深300	3511.67	3310.08	-5.74%	3310.08	4856.85	46.73%
	印度NIFTY 50	4953.54	8185.80	65.25%	8185.80	12719.95	55.39%
	胡志明指数	504.12	664.87	31.89%	664.87	966.29	45.34%

资料来源：万得，中国银行

因此，判断美元指数所处周期可为我们预测下阶段新兴市场权益表现提供一个前瞻性的参考。根据历史数据统计分析，可以发现美国经常账户和财政账户的余额对美元指数强弱的解释程度较高。在美元升值周期内，双账户赤字变动不大，而在美元贬值周期内，双账户赤字一般大幅增加。从经常账户来看，美国 2020 年赤字率预期相较 2019 年 2.33% 的水平基本持平。而从财政账户来看，由于美国政府在新冠疫情期间推出的大量财政刺激政策，导致美国财政账户赤字率的大幅提升，根据美国财政部 10 月 16 日公布的数据，截至 2020 年 9 月 30 日，美国财政赤字已达 3.13 万亿美元，占 GDP 比重 15.2%。受双账户赤字大幅增加的影响，美元指数将重归 2016 年 12 月以来的贬值通道。

图表 133. 财政、经常账户赤字率上升推动美元重返下跌通道



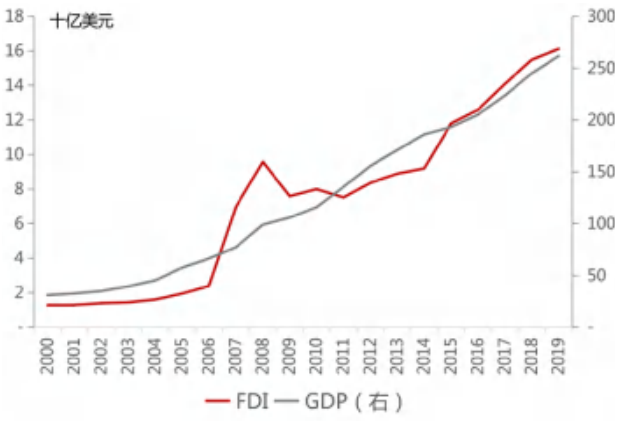
资料来源：万得，中国银行

通过分析过去 50 年的数据，可以观察到每一次美元的贬值周期都伴随工业产能在国际间的代际转移。伴随着巨额美元流出，商品价格被推高，使得新兴市场可以大幅增加固定投资，从而催生设备周期和库存周期，比如 1970 年至 1980 年的日本、1985 年至 1995 年的亚洲四小龙、2000 年后的中国以及 2016 年后以越南为代表的东南亚国家。受益于产能扩张周期，当期转移地的国家权益市场一般都会有超额收益。然而，由于经济本身的时滞性，产能扩张的后期可能会导致产能过剩、杠杆过高等负面效应，这些问题通常需要时间进行消化。因此也可以观察到产能接收国在随后的美元升值周期内，权益市场普遍表现明显较差。

3.5.3 承接中国，越南可期

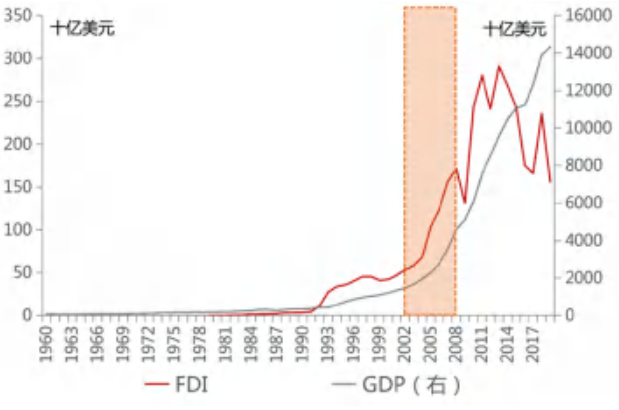
资本涌入，推升估值：顺着弱势美元推动产能转移的思路来看，越南作为本次最主要的产能承接国，其权益市场最有可能从此次美元贬值周期中受益，类比可参考 2002 年至 2009 年的中国资本市场由于 FDI 大量增加导致热钱泛滥的历史。由于越南自身经济体量较小，此轮资本从中国溢出效应将有望加速推高相关产业的估值。结合当前越南胡志明指数市盈率在本地区内仍处于洼地，因此本轮美元弱势周期内，越南权益市场的收益可能远超预期。

图表 134. 2006 年外资加速流入推升越南经济



资料来源：World Bank，中国银行

图表 135. 类比 2002-2009 年外资快速涌入中国



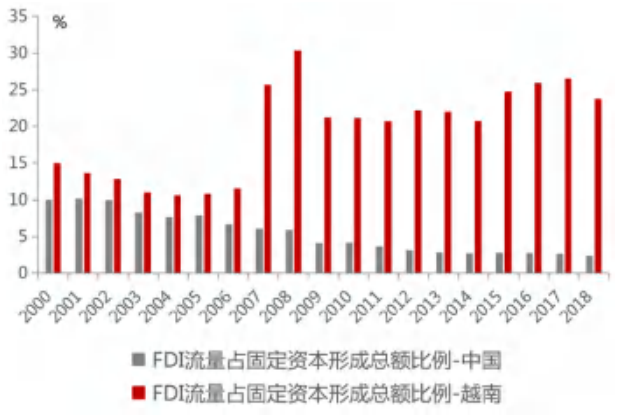
资料来源：World Bank，中国银行

港口众多，贸易便利：越南国土狭长，毗邻中国南海、北部湾、泰国湾，拥有长达 3260 公里的海岸线和 43 个主要港口（其中北部 7 个，中部 17 个，南部 19 个），为进出口贸易提供充分的便利条件。

人口红利，产业升级：2019 年越南总人口约 9650 万，其中 15-64 岁的适龄劳动力人口占比接近 70%，年龄中位数为 31.9 岁，远低于临近的亚洲新兴市场平均水平，人口结构呈现金字塔型，年轻人口多，人力成本低，人口红利明显。同时，越南近几年主要出口产品逐渐从农产品和原材料等第一产业演变成机械设备等第二产业，表明越南正进入工业化时代。

政策改革，推进开放：越南在 2006 年出台新的《投资法》，并于次年加入 WTO，新《投资法》取消此前《外国投资法》的诸多限制，对外商投资与国内企业实施统一管理。越南在 2015 年对《投资法》进行了进一步修订，给予外商投资更大的优惠幅度，以及更简化的行政审查手续，因此被评为东盟最具外资吸引力的国家。

图表 136. 外资是越南经济发展的重要推动力



资料来源：World Bank，中国银行

图表 137. 城市化为经济发展提供了必要条件



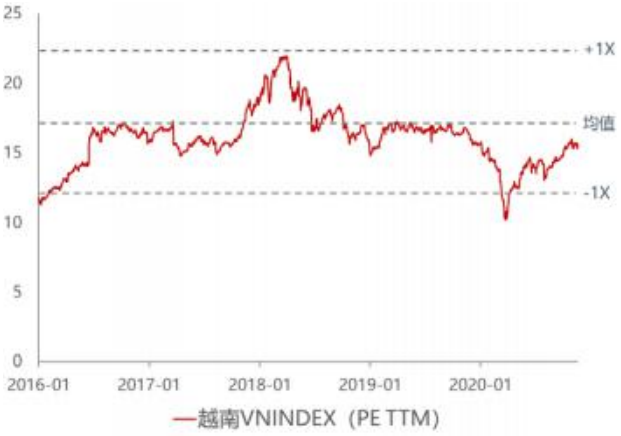
资料来源：World Bank，中国银行

中产提升，消费崛起：越南人均 GDP 增速的快速抬升源于 2000 年左右城市化进程的加速，2019 年越南人均 GDP 为 2715.28 美元，较 1999 年增长 7.5 倍左右。伴随着人均 GDP 增长的是越南中产阶级人群占比的提升，截至 2019 年，越南中产阶级人群占比 13%，根据世界银行预测到 2026 年，该部分人群占比还将翻一番至 26%，中产阶级的扩张将会为消费市场带来巨大的上升空间。

3.5.4 估值洼地，静待爆发

截至 2020 年 11 月 18 日，越南胡志明（VNINDEX）指数已从年内低点反弹近 50%，主要得益于境内疫情的有效控制、复工复产的有效推进。当前时点越南胡志明（VNINDEX）指数 PE 约为 16.63 倍，处于过去 5 年均值的 -0.21X 标准差左右，在周边市场中处于估值洼地，预计 EPS 未来两年增速约为 20% 左右，具有较高的性价比。同时，外围宽松的信用环境为股价提供一定支撑，疫情后越南经济将恢复高增长态势，有望迎来新一轮增长契机。

图表 138. 越南胡志明指数仍处于估值洼地



资料来源：*World Bank*，中国银行

图表 139. MSCI 前沿指数 10 月底国家占比



资料来源：*MSCI*，中国银行

由于 MSCI 于 2020 年 11 月 10 日将科威特升级至新兴市场，而此前科威特在 MSCI 前沿市场所占权重将于此后 5 个季度被重新分配。作为目前 MSCI 前沿市场中占比第二高的国家，越南市场的权重有望大幅提升，更多外资将被动地去配置越南股票，从而改善整体越南的边际估值。此外，越南已基本满足当前 MSCI 新兴市场指数要求的定量指标，后续随着越南在股票流动性和外汇市场开放程度上的提升，或有望被调入 MSCI 新兴市场指数。



债券篇

中债寻机，美债防危

2021 年经济复苏方向明确，政策回归中性；中债结构行情，蓄势以待。利率债震荡筑底，或有阶段机会； 信用债利差走阔，资质下沉仍需谨慎；可转债回归正股思维；中资美元债或受美债拖累，优势弱化。经济修复叠加通胀预期，美债易跌难涨，短优于长。

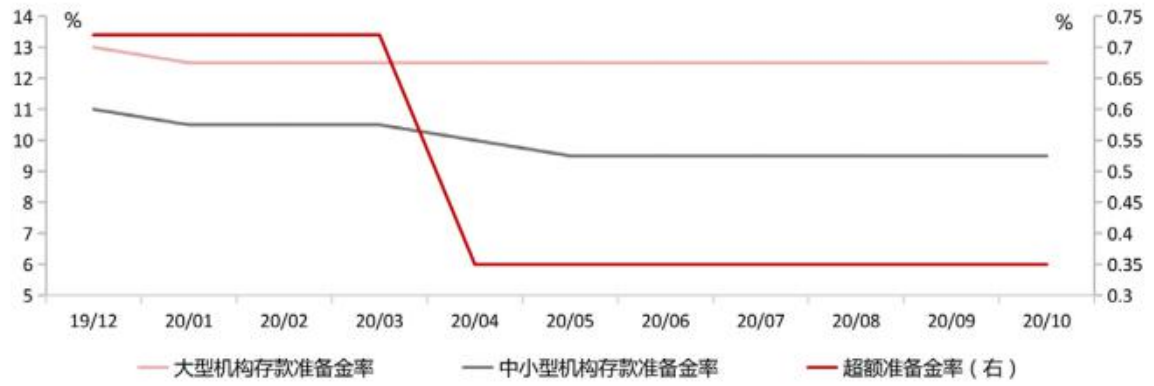
4.1 国内货币市场：政策为锚，波动收窄

国内货币市场在经历了 2020 年的低位宽幅波动之后，有望在稳健中性的货币政策引导下，走向围绕政策中枢上下小幅震荡的格局。

4.1.1 回顾 2020 年：低位宽幅波动

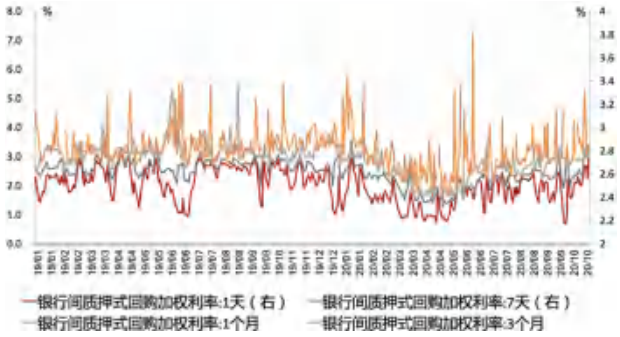
年初至今，货币政策围绕着疫情对经济影响的变化展开，从非常规宽松到稳健中性。货币市场利率经历了连续降准和降超储背景下的大幅下行，又在货币政策预期再宽松受限、打击资金空转中低位回升，其中多数品种已恢复至疫情前水平。整体来看，市场利率仍处低位，且中枢延续了下行趋势，但波动较去年大幅提升。

图表 140 . 央行上半年降准和降超储



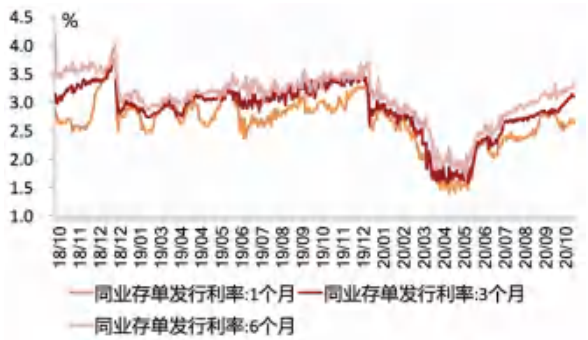
资料来源：万得，中国银行

图表 141. 货币市场利率波动加大



资料来源：万得，中国银行

图表 142. 同业存单利率回升至疫情前水平



资料来源：万得，中国银行

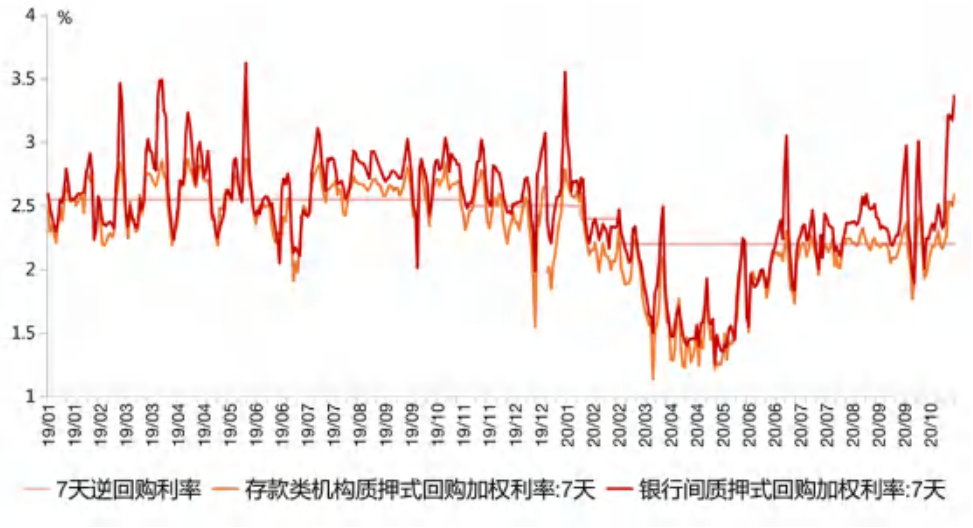
4.1.2 展望 2021 年：围绕中枢震荡

我们对货币市场有如下判断：

波动有望收窄。货币政策预计延续稳健中性基调，在总量宽松有限，更加侧重实体的政策取向下，相机决策和预调微调将成为央行公开市场操作的主要方向。目前市场对此预期已较为充分，虽然仍有事件或季节因素影响，但以短期或阶段性为主，利率整体波动幅度有望收窄。

围绕中枢震荡。从央行实际操作看，逆回购操作利率和 MLF 利率已逐渐成为衡量短期和中期流动性水平的重要参考利率，剔除疫情这一非常规因素，货币市场利率多数围绕政策利率水平震荡，在明年货币政策预期稳定的背景下，预计货币市场利率将重回围绕政策中枢的震荡区间。

图表 143. 货币市场利率围绕中枢震荡



资料来源：*万得，中国银行*

4.2 国内债市：结构行情，蓄势以待

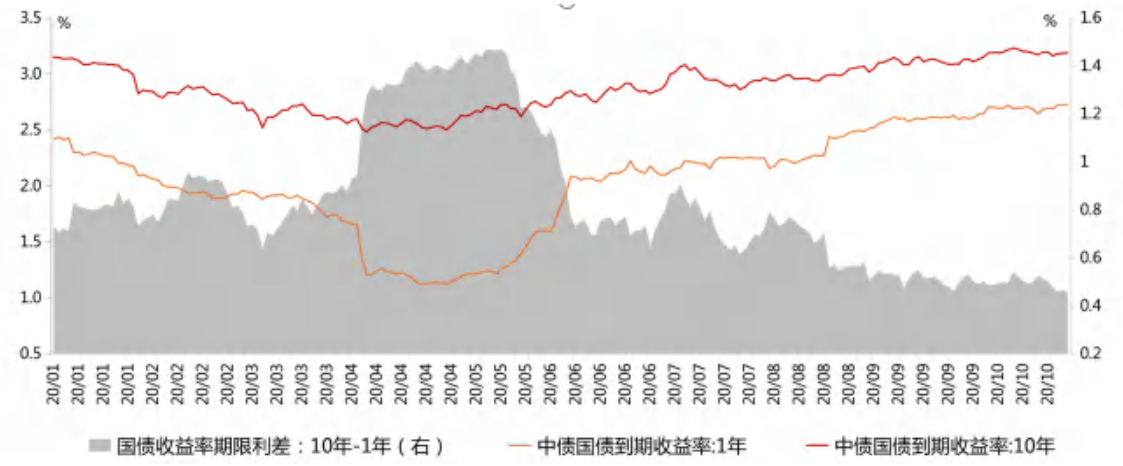
国内债券市场 2020 年大起大落，经历了牛熊拐点和信用违约风波的冲击。2021 年将仍将面临经济复苏的基本面风险，但在充分预期影响下，风险释放的过程或比 2020 年和缓，2021 年债券市场将在局部结构性机会中等待下一轮趋势行情的明确信号。

4.2.1 利率债：震荡筑底，阶段机会

2020 年利率债高位回调 ，宽幅震荡。收益率在突如其来的疫情冲击下快速下行，创出 2016 年以来的新低，之后随着货币政策回归常态化而大幅上行。收益率波幅明显加大，至 2020 年 10 月底，1 年期国债收益率全年最大

波幅达 161BP，几乎是近 10 年来的最大值；10 年期国债收益率全年最大波幅为 75BP，也是近 5 年来的较大值。期限利差在迅速拉大后收窄至年内低点。展望 2021 年，利率债将震荡筑底，年初和年尾或存阶段性的机会。全年在经济持续复苏的大环境下，债市收益率整体仍存在向上寻顶的压力，但配置价值已在逐步体现。预计 2021 年 10 年期国债收益率主要震荡区间为 3%-3.5%。

图表 144. 2020 年利率债收益率和期限利差变动情况



资料来源：万得，中国银行

4.2.1.1 经济复苏使债市整体承压

历史上经济复苏阶段债市基本表现承压。参考 2009-2010 年金融危机发生之后，在政策的逆周期调节下，经济触底后快速回升，虽然 2009 年全年并未实施升准或加息的货币政策，但在经济复苏的预期下，10 年期国债收益率持续上行，幅度达到了 90bp 左右。经济复苏的后期，虽然国债收益率上行放缓，但依然处于高位区间，直到经济增速放缓才重回下行。2020 年同样是疫情突发后的逆周期调节，在货币政策边际收紧以及经济持续复苏的预期下，10 年期国债收益率也经过了一段快速回升，明年经济延续复苏趋势将是大概率事件，因此债市仍将承压，收益率仍需一个寻顶的过程。

图表 145.2009 年经济复苏阶段 10 年期国债的表现



资料来源：万得，中国银行

图表 146. 2020 年经济复苏初期 10 年期国债的表现

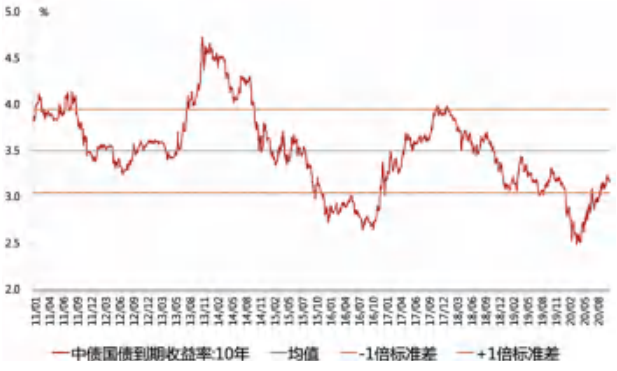


资料来源：万得，中国银行

4.2.1.2 收益率仍处历史中枢以下

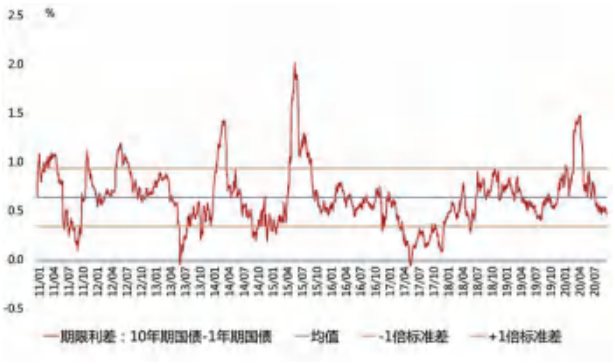
从估值上来看，10 年期国债收益率仍位于近十年的中位数以下。拉长期限看，10 年期国债收益率近十年的中枢在 3.5% 左右，进入 2020 年三季度以来，10 年期国债收益率持续在 3.1%-3.2% 附近震荡，仍处于中枢位置以下，配置价值在提升，但尚未达到非常有吸引力的水平。从 10 年期国债和 1 年期国债收益率的利差来看，期限利差水平已处于中位数的下方，历史规律上，这时候的债市收益率再大幅上行的空间已经比较有限，但不排除震荡寻顶的过程。

图表 147. 10 年期国债收益率的估值情况



资料来源：万得，中国银行

图表 148. 10 年期和 1 年期国债收益率期限利差



资料来源：万得，中国银行

4.2.1.3 跨周期政策或使调整有限

相同的经济复苏，不同的政策方式，不同的市场表现。此轮疫情后的经济复苏，虽然同样是在逆周期的货币和财政政策调节下，但调节的方式却与以往有着较大的不同，从逆周期转向跨周期。首先货币政策是在总量控制基础上的精准调节，以及前瞻性的边际收紧，降低了过度泡沫化以及市场收益率大起大落的概率；其次财政政策是稳宏观杠杆下的提质增效，既避免了政策悬崖，也更聚焦于小微企业扶持等薄弱环节。这些都使得债市收益率再出现一波大幅上行的概率大大降低，因此预计 10 年期国债收益率寻顶过程中的上行空间较为有限。

4.2.1.4 供需节奏存阶段交易机会

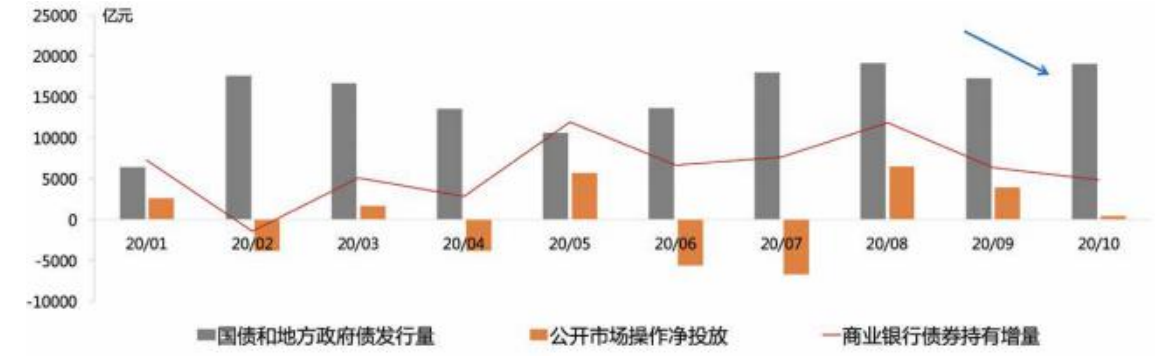
需求方面，商业银行的配置力量将提升。2020 年监管部门要求商业银行压降结构性存款规模，打击资金空转套利现象，商业银行为应对负债端压力扩大了同业存单发行，同业存单发行利率持续走高，叠加超储率较低影响，配债力度有所减弱。在 2021 年回归常态的货币政策下，虽然商业银行的超储率大概率仍将处于低位，但结构性存款压降目标 2020 年已基本完成，商业银行的资金压力或将有一定缓解。2021 年一季度同业存单的到期量也较 2020 年四季度环比有所下降，同时 10 年期国债收益率在 3% 以上的这个位置对于银行机构来说已具备一定的配置价值，负债端压力相对的减轻将会有助于增强商业银行对债券的配置力量。

图表 149. 结构性存款的压降使得同业存单利率上升



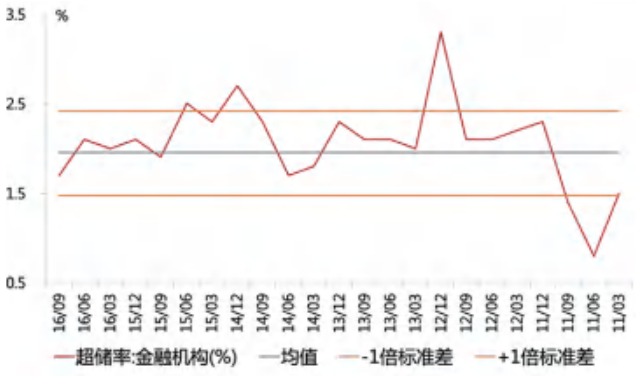
资料来源：万得，中国银行

图表 150. 负债端压力减弱商业银行债券的配置力度



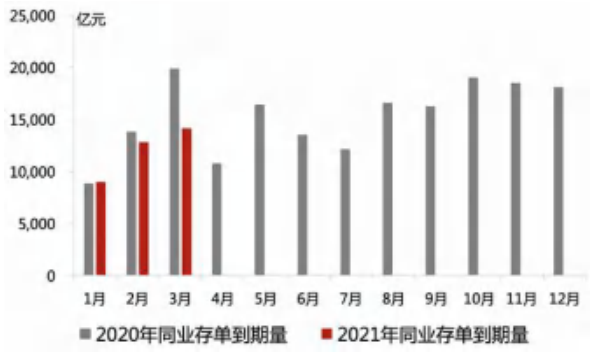
资料来源：万得，中国银行

图表 151. 金融机构超储率处于低位



资料来源：万得，中国银行

图表 152. 2020 年和 2021 年同业存单的到期情况



资料来源：万得，中国银行

供给规模方面，政府债券的总量压力将缓解。稳宏观杠杆下财政赤字和地方政府专项债的规模将回归常态。预计 2021 年利率债供给总规模约为 16.96 万亿，净供给量约为 8.41 万亿。参考历史情况及低基数效应对 GDP 增长的影响，同时 2021 年的财政政策将更加注重质而适当控制量，预计 2021 年赤字率将会回到 3%，以此测算出 2021 年的总赤字规模为 3.41 万亿。近三年中央赤字占比每年略有增加，但整体变化不大，因此估算 2021 年国债净融资额为 2.28 万亿，地方一般净融资额为 1.13 万亿。由于 2021 年国债将有 2.77 万亿到期，因此预计 2021 年国债发行量约为 5.05 万亿。而 2021 年新增地方政府专项债额度或将由 2020 年的 3.75 万亿下降至 3 万亿，2021 年地方政府债将有 2.66 万亿到期，因此预计地方政府债（一般债 + 专项债）发行量约为 6.79 万亿。

图表 153. 2021 年国债 + 地方政府债发行预测（亿元）

	2021 年到期	2021 年净发行预测	2021 年发行预测
国债	27658.20	22800.00	50458.20
地方债	26654.26	41300.00	67954.26
合计	54312.46	64100.00	118412.46

资料来源：万得，中国银行

政策性金融债的发行量与当年的贷款投放有一定的关联，预计 2021 年的贷款投放量会较 2020 年有所下降，根据国开债、农发债、进出口债在 2020 年的净融资情况，预计在 2021 年的净融资额约为 8000 亿、6500 亿、5500 亿，其在 2021 年的到期量为 1.54 万亿、0.88 万亿、0.7 万亿，因此发行量约为 2.34 万亿、1.53 万亿、1.25 万亿。

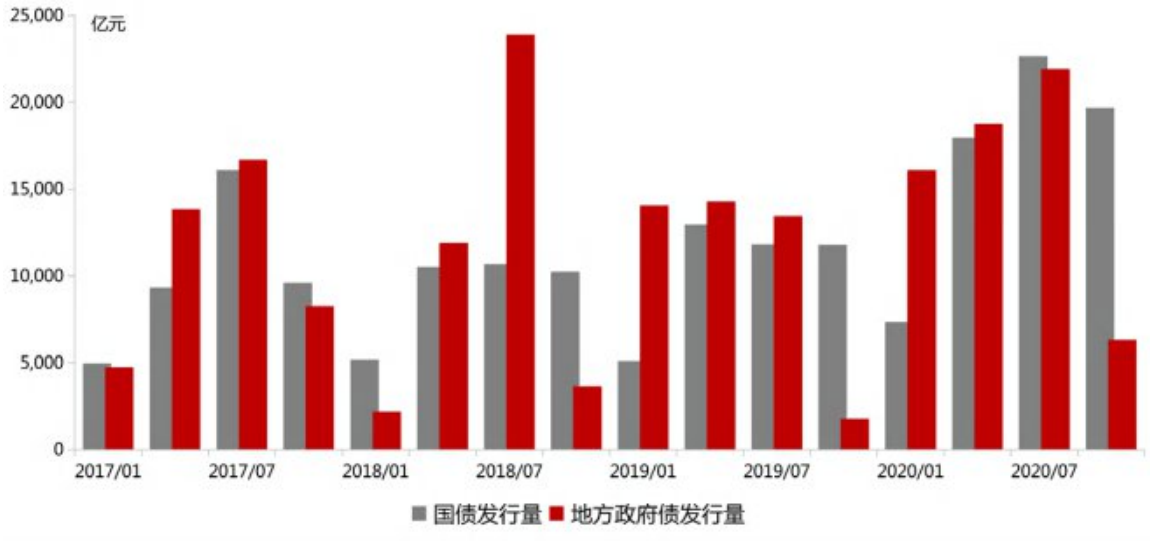
图表 154. 2021 年政策性金融债发行预测（亿元）

	2021 年到期	2021 年净融资预测	2021 年发行预测
国开债	15422.98	8000	23422.98
农发债	8849.20	6500	15349.20
进出口债	7014.10	5500	12514.10
合计	31286.28	20000	51286.28

资料来源：万得，中国银行

供给节奏方面，发行调整或带来交易窗口。地方政府债的发行节奏可能会较 2020 年有所调整，或将为债市带来一定的交易机会窗口期。从过往 2017-2020 年来看，国债的发行节奏基本一致，均是第一季度发行量较少，后三个季度发行量较为均衡。但地方政府债的发行节奏从 2019 年开始有所不同，2019 年对于经济的托底、2020 年对于经济的逆周期调节，使得地方政府专项债都提前至一季度就下达了发行额度，早发行、早投放。但 2020 年 11 月份财政部发文《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》提到“合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏，既要保障项目建设需要，又要避免债券资金长期滞留国库”。因此，随着经济持续向好复苏，2021 年地方政府专项债的发行进度或有所放缓，即使提前下达发行额度，预计也不会太多，会视经济恢复情况统筹发行进度和时间。

图表 155. 2017-2020 年国债和地方政府债各季度发行情况

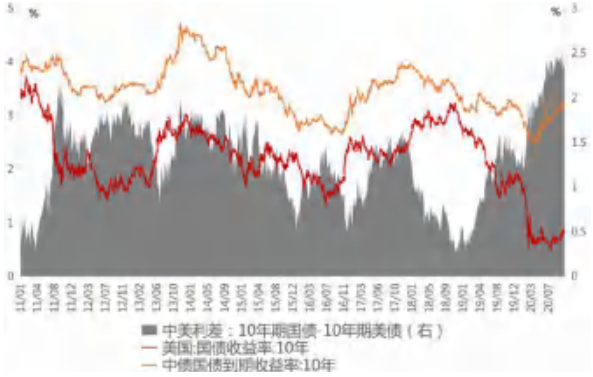


资料来源：*万得，中国银行*

4.2.1.5 利差优势将吸引海外配置力量

中美利差高位和人民币升值预期下，海外机构仍然会是债市稳定的配置力量。随着中国金融市场开放化程度的日益提升，海外机构也在持续增持中国债券资产，截至 2020 年 10 月，海外机构的持仓量已达到了 2.68 万亿，连续 23 个月呈上升态势，债市存量占比从四年前的 1.15% 提升至现在的 2.4%。从海外机构持仓的变化来看，虽然增持的步伐没有停止过，但增持的速度会随着市场环境的变化有所不同。特别是在中美利差较大的时候，外资对于国内债券的增持速度往往会加快。展望 2021 年，即使美债收益率面临着上行压力，但中美利差在一段时间内仍将维持高位，与此同时，对于明显领先全球复苏的中国经济来说，人民币的升值预期也将进一步提升国内债券资产的吸引力。

图表 156. 中美利差处于历史高位



资料来源：万得，中国银行

图表 157. 境外机构债券持仓变化



资料来源：万得，中国银行

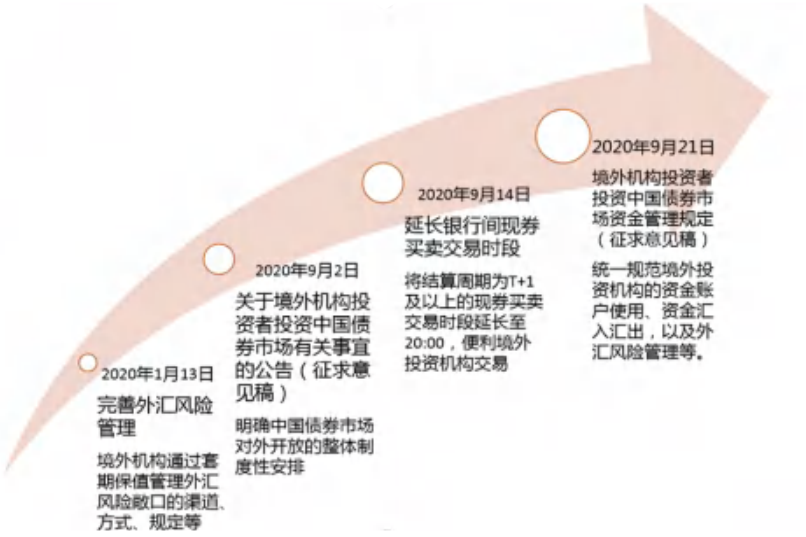
市场坚持对外开放和机制完善将为外资提供投资便利，改善外资投资体验。从 2019 年初彭博巴克莱全球综合指数将中国国债和政策性金融债纳入以来，摩根大通和富时罗素也相继将其纳入，至此全球三大主要债券指数均宣布纳入中国国债，后续被动增持的资金也将会陆续进入。同时，市场的交易制度和机制也在不断完善，包括对外开放的整体制度性安排、延长银行间市场现券买卖的交易时段、统一规范资金账户使用和外汇风险管理等，使外资机构能够更为便利的参与国内债券市场。

图表 158. 中国债券纳入全球三大主要债券指数的时间表

时间	指数	事件
2019 年 1 月 31 日	彭博巴克莱全球综合指数	人民币计价的中国国债和政策性金融债将从 2019 年 4 月起纳入彭博巴克莱全球综合指数，在 20 个月内分步完成。
2019 年 9 月 4 日	摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数	以人民币计价的 9 只高流动性中国政府债券将于 2020 年 2 月 28 日起被纳入摩根大通全球新兴市场政府债券指数。
2020 年 9 月 25 日	富时世界国债指数	预期从 2021 年 10 月起中国国债将开始被纳入世界国债指数，在指数使用者认可监管和基础设施满足需求后，将于 2021 年 3 月确认具体纳入时间。
2020 年 11 月 5 日	彭博巴克莱全球综合指数	中国国债和政策性金融债已经完全纳入彭博巴克莱全球综合指数，目前权重为 6%。

资料来源：万得，中国银行

图表 159. 2020 年债券市场的对外开放举措



资料来源：万得，中国银行

4.2.2 信用债：利差走阔，谨慎下沉

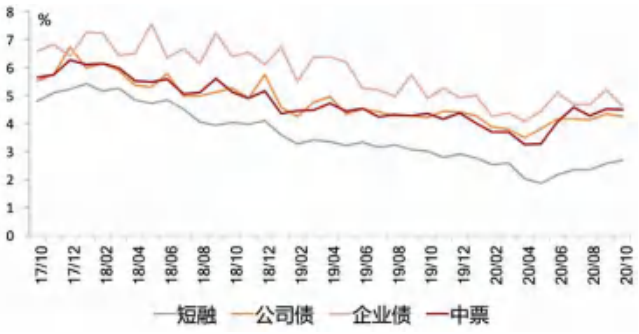
2020 年信用债先扬后抑。5 月之前，“宽货币 + 宽信用”政策让信用债一级发行和二级交易火热，利好向低等级主体和民企外溢，民企净融资金额转正，市场并未因疫情突发爆发规模性信用风险，违约规模和占比较去年同期下降；5 月之后，货币政策进一步宽松预期落空，利率快速上行压制市场情绪，部分低等级主体或弱资质国企违约，市场风险偏好走低，叠加需求端票息优先策略趋同，短端中高等级债交易拥挤，利差保护空间有限。展望 2021 年，我们认为信用债在政策回归正常化的过程中利差大概率走阔，表现或弱于利率债，信用环境的边际收紧让弱资质主体承压，分化重现，票息策略仍是重要选择，但更需注重品种资质，谨慎下沉。

图表 160. 一级发行量前高后低



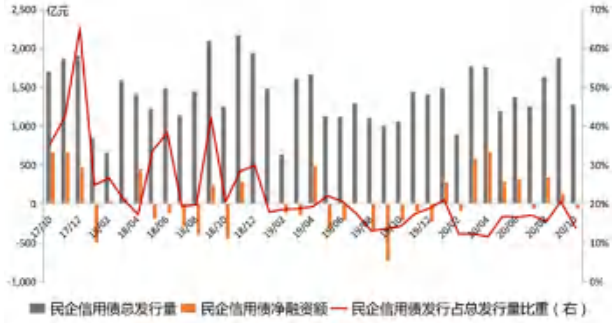
资料来源：万得，中国银行

图表 161. 发行利率先下后回升



资料来源：万得，中国银行

图表 162. 民企净融资转正

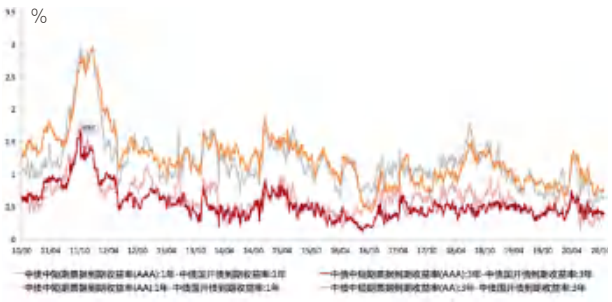


资料来源：万得，中国银行

4.2.2.1 信用利差低位，面临走阔

2020 年债市的过山车行情中，信用债与利率债表现有所分化，政策组合从“宽货币 + 宽信用”转向“货币中性 + 宽信用”，利率债所受冲击更大，信用债相对缓和，在收益率寻顶的过程中利率债的配置价值逐步显现，而信用债相对滞后。这也意味着若政策进一步边际收紧，信用债调整风险将大于利率债；除此之外，信用利差也需要重点关注，本轮行情中利差从被动走阔到大幅压缩，现已处于历史低位，其中中低等级品种利差压缩较高等级更为明显。从历史数据来看，几乎每一轮信用利差处于历史低分位区间的时候，利差曲线多出现陡峭化走阔，故在明年稳中偏紧的政策预期中，信用债因自身估值不低，信用利差保护空间十分有限，信用利差大概率走阔，面临一定调整压力。

图表 163. 信用利差处于历史低位



资料来源：万得，中国银行

图表 164. 债市调整以来信用债表现优于利率债



资料来源：万得，中国银行

4.2.2.2 到期结构承压，优选品种

2021 年信用债的到期总量较今年下降，总量压力一般，但从结构上来看压力不减，中低等级信用债和民企债到期规模并未跟随总量下降，尤其前两个季度压力偏大。明年部分趋势性变化值得关注。

首先是信用环境或边际收紧。今年受疫情影响，政策上陆续出台了针对中小微企业和民企的融资支持措施，包括允许发行疫情防控债以及在间接融资层面给予的降低实际融资成本、阶段性延期还本付息等政策，这些措施对降低企业还款压力、补充流动性资金、偿还借款提供了极大帮助，但随着 2021 年政策趋向正常化，宏观杠杆率继续上升概率不大，事实上 10 月份该项数据已出现年内首次环比微降，叠加货币政策中性后融资利率中枢的回升、资管新规过渡期结束企业非标资产面临处置，明年信用债结构上的到期以及再融资压力或将高于今年。

图表 165. 中低等级信用债到期压力不减



资料来源：万得，中国银行

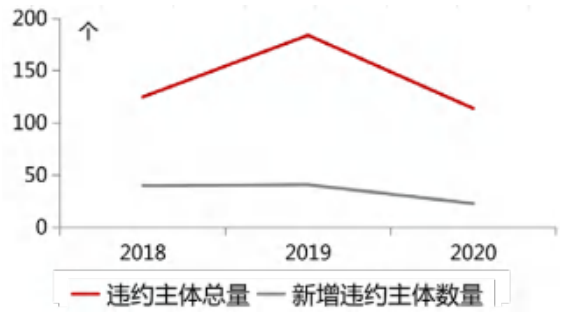
图表 166. 民企信用债到期压力不减



资料来源：万得，中国银行

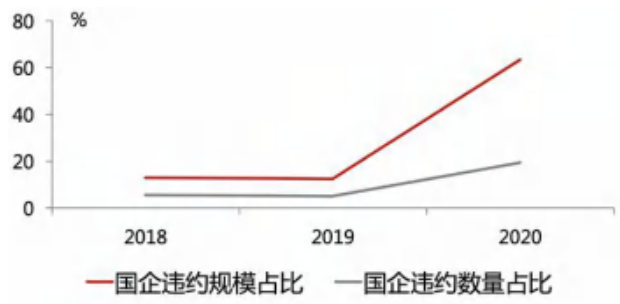
其次信用风险暴露或将加剧。2020 年信用债违约的总规模与 2018、2019 年持平，违约主体和新增违约主体均有较大幅度的下降，主要原因一是今年信用融资环境宽松，企业再融资情况较好，主体违约事件可能出现递延；二是前两年以民企为主体的违约潮已经出清了一部分资质较差的企业，能够存续至今的民企多为盈利能力较强的主体。但我们关注到今年总量改善下违约结构发生了一些变化，国企违约的规模和数量占比出现大增，部分弱资质、高杠杆的国企或者中高等级资质的主体信用风险暴露开始显现。前期市场对于违约趋于常态化的民企主体预期比较充分，情绪影响已经边际弱化，但今年国企违约事件频发，尤其是华晨和永煤的超预期违约，让市场反应剧烈，不排除明年仍会有类似超预期风险事件的发生。易纲行长在其论文《再论中国金融资产结构及政策含义》中提到要稳步打破刚性兑付，2021 年基于主体资质差异的信用分层预计将持续，信用债策略中更需关注主体本身，精选品种和个券。

图表 167. 违约主体数量和新增违约主体数量下降



资料来源：万得，中国银行

图表 168. 国企违约规模和数量占比大增



资料来源：万得，中国银行

4.2.2.3 机制渐进完善，改革助力

2020 年具有标志性的修订版《中华人民共和国证券法》施行，企业债和公募公司债发行改革提速，正式进入注册制时代，历史上信用债的前三次发行体制改革助力对应品种明显扩容，制度落地后的实际运行中，深交所首单公司

债发行从项目申报至完成注册仅用 7 个工作日，2021 年上述品种发行的提效扩容预计也将继续受益于注册制。除债券供给端改革外，信用债的对外开放也有不小进展，彭博宣布推出彭博巴克莱中国高流动性信用债指数，追踪中国银行间信用债市场中以人民币计价的具有较高流动性、可交易的债券，这也是继中国国债和政策性金融债被纳入彭博全球综合指数后，全球投资者首次通过指数工具了解中国的信用债品种，有助于提升信用债市场的流动性。虽然国内信用债市场在评级认定、违约处置等方面亟待更完善的保障制度，信用分层短期也难明显改善，但相信在持续对外开放、直接融资重要性趋增的过程中，主体资质良好的主体品种仍会持续受到国内外资金的青睐。

图表 169. 信用债发行制度改革推进

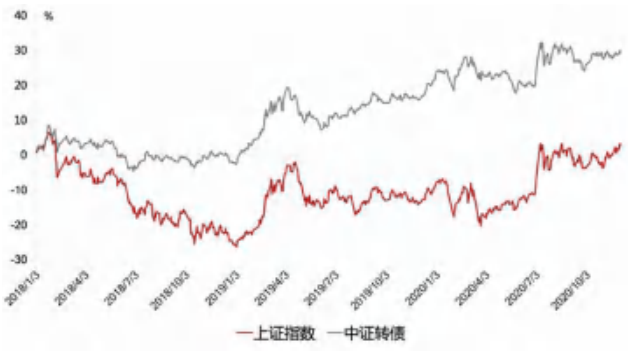
时间	发行改革进程
2005 年 5 月	央行颁布《短期融资券管理办法》 创设短融，采用注册制发行
2008 年 4 月	央行颁布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》 创设中票，采取备案制发行
2015 年 1 月	证监会发布《公司债发行与交易管理办法》 创设非公开发行公司债，采取备案制发行
2020 年 3 月	修订版《中华人民共和国证券法》正式施行 发改委发布《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》、证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》 企业债和公募公司债改为注册制发行

资料来源：中国银行

4.2.3 可转债：高光之后，回归正股

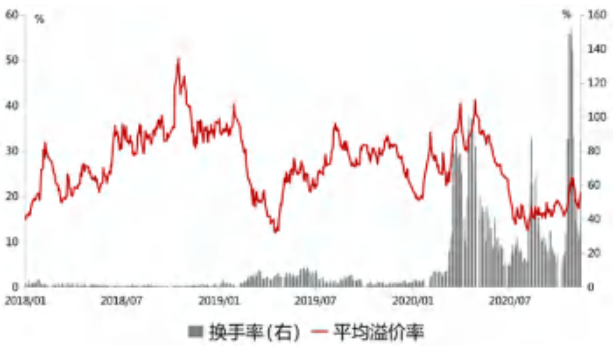
可转债同时兼备债券还本付息的特点以及跟随正股趋势上涨的权益性特征。2018 年以来，中证转债指数持续跑赢上证指数。2020 年受益于权益市场表现及特殊交易制度，转债市场延续了火热的行情。转债表现继续偏股，2020 年转债市场热度进一步提高并阶段性受到游资炒作，换手率持续高企。2021 年转债的估值吸引力有所下降，监管加强打击套利，普涨行情难度加大，转债市场或将降温，配置价值将回归正股思维，以精选个券为主。

图表 170. 2018 年以来中证转债指数持续跑赢上证指数



资料来源：万得，中国银行

图表 171. 2020 年转债市场表现火爆，全市场换手率高企



资料来源：万得，中国银行

4.2.3.1 转债及转债基金发行规模持续增长

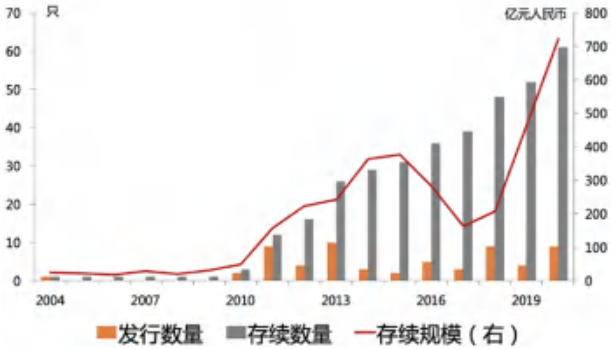
2020 年可转债融资再创历史新高，可转债依靠独特的魅力逐渐成为上市公司再融资以及投资者资产配置的宠儿，已经成为机构资金配置的重要选项，在利率债、信用债市场表现较弱的情况下，可转债成为了公募债基增厚收益的重要途径，“固收 +”策略备受关注。近年来，可转债的发行数量和规模，以及可转债基金发行的规模都持续增长。

图表 172. 可转债发行数量和规模



资料来源：万得，中国银行

图表 173. 可转债基金历年数据及规模



资料来源：万得，中国银行

4.2.3.2 公募基金投资转债增速明显提升

2020 年公募基金持有可转债市值超过 1500 亿元，较 2019 年四季度末的 936 亿元增长 60%。可转债市场继续扩容，公募基金可选择标的增多。2020 年三季度公募基金持有可转债市值占债券投资市值比为 1.76%，可转债投资在公募基金债券资产配置中的地位继续提升，今年以来投资增速已超过 20%。其中混合二级债基持有市值增长贡献较大，目前二级债基规模超过 1400 亿元，持有转债占比稳步增长，截至三季度末二级债基持有可转债规模大幅增长，单季度增长 19%。

图表 174. 公募基金持可转债市值继续增长



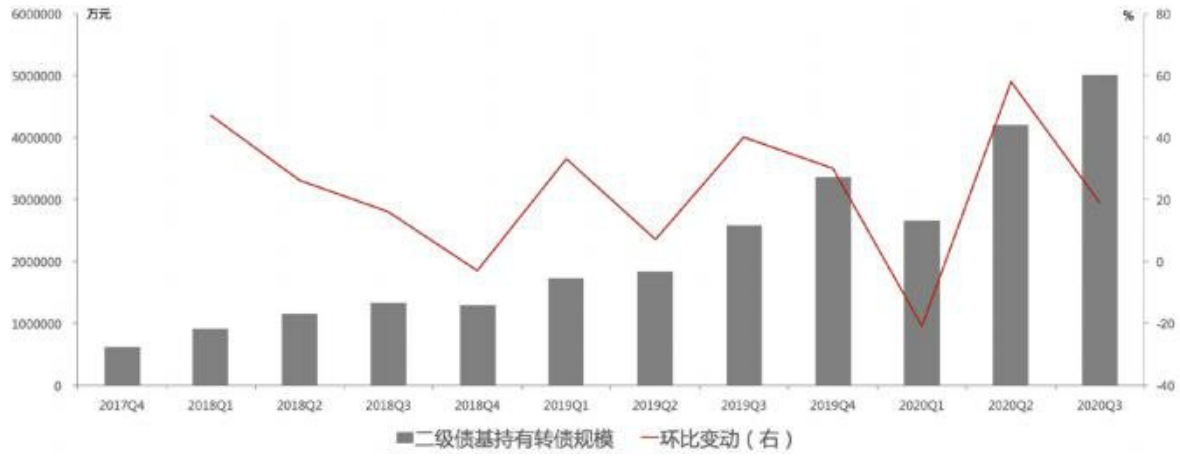
资料来源：万得，中国银行

图表 175. 公募基金持可转债占比继续增长



资料来源：万得，中国银行

图表 176. 二级债基持有转债规模



资料来源：万得，中国银行

4.2.3.3 估值明显扩张削弱短期配置价值

可转债估值扩张明显，短期配置性价比降低。伴随着 2020 年 A 股的大幅上涨，特别是成长板块的上涨，可转债的价格跟随正股价格估值明显扩张，全年转股溢价率均值处于相对高位。目前市场整体的风险溢价水平处于 2018 年以来的较低位置，而可转债市场整体加权转股溢价率仍超过 20%，高价格主要带来的是安全边际与强赎触发的担忧。此外，2020 年 10 月，证监会发布《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》，提出优化交易细则，减少套利机会；10 月 30 日，深交所发布《关于完善可转换公司债券盘中临时停牌制度的通知》，对可转债盘中临时停牌制度实施了更加严格、细化的规定。监管加强了对可转债市场的风险监控，一定程度上削弱了 T+0 交易机制对活跃资金的吸引力。但从长期来看，随着近年来可转债市场的活跃度持续提升和机构对可转债市场的配置比重逐年增加，在机构“固收 +”策略盛行的驱动下，二级债基对可转债仍有配置需求，可转债作为一个独特的投资品种，长期仍有配置价值。

图表 177. 沪深 300 指风险溢价处于 2018 年以来低位



资料来源：万得，中国银行

图表 178. 可转债转股溢价率



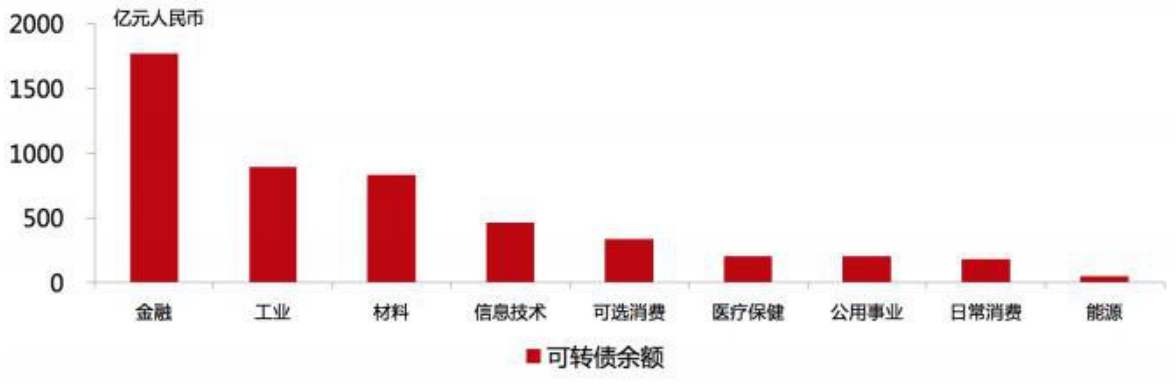
资料来源：万得，中国银行

4.2.3.4 秉持正股思维捕捉结构行情

普涨行情或难再现，但仍有结构性行情，债券属性弱化，正股思维择券。随着经济的逐步复苏，预计 2021 年逆周期调节政策的力度将弱于 2020 年，同时“货币中性 + 信用略紧”的格局下，2021 年可转债的普涨行情或难再现。转股溢价率偏高的背景下，可转债估值进一步提升的空间有限。但长远来看，可转债仍有配置价值。十四五规划的远景目标下今后 5-10 年主要的产业方向，仍然会有结构性行情，关注金融、科技、消费行业的结构性机会。

经过 2019、2020 年之后，转债市场的关注度大幅提升，市场有效性提升明显，低价标的基本面通常较弱，优质标的通常被赋予较高溢价率，波动完全偏股性。 预计未来很难会出现价格和溢价率“双低”的标的，可转债的债券属性弱化，投资者还是需要围绕基本面，用“正股思维”择优布局，建议通过可转债基金参与可转债市场投资。

图表 179. 可转债行业分布



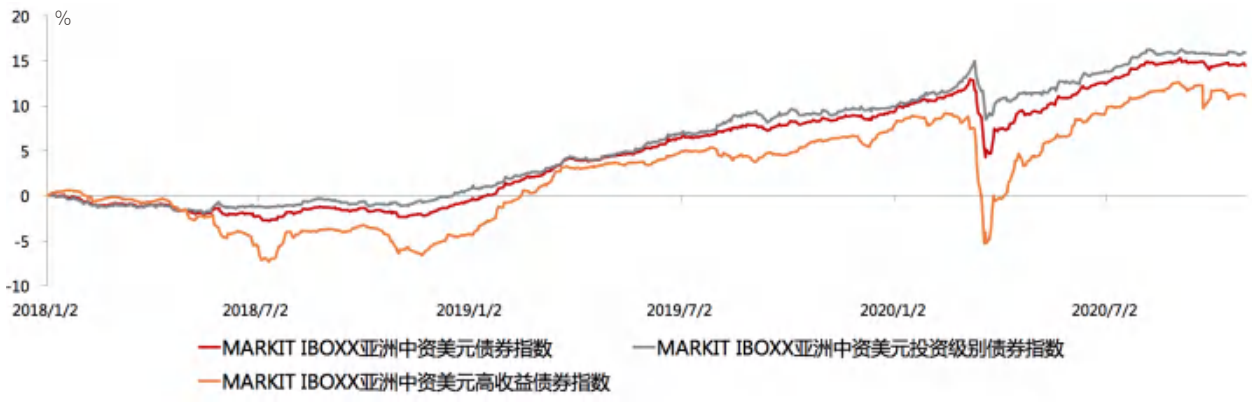
资料来源：万得，中国银行

4.3 中资美元债：多空交织，优势弱化

2020 年中资美元债在美国货币政策和市场风险偏好变化中走出宽幅震荡的“三段式”行情，投资级表现优于高收益品种。第一阶段是因境内疫情爆发避险情绪升温带来的上涨，投资级涨幅明显；第二阶段是境外疫情爆发引发美元流动性危机，非美元资产被恐慌抛售，美元债大跌，其中高收益级下跌幅度超过 8%，被砸出深坑；第三阶段则主要受政策加力影响，美联储极度宽松的货币政策缓解了流动性危机，中资美元债尤其是高收益级快速反弹，后又在美国经济复苏、疫情反复和政策角力的多空交织下震荡。

展望 2021 年，中资美元债吸引力下降。投资级受美债影响难有亮眼表现，高收益品种虽或受益于经济复苏表现尚可，但对境内投资者来说，利差不足且有人民币升值趋势影响，性价比不高，投资时机仍需等待。

图表 180. 2020 年投资级表现优于高收益级

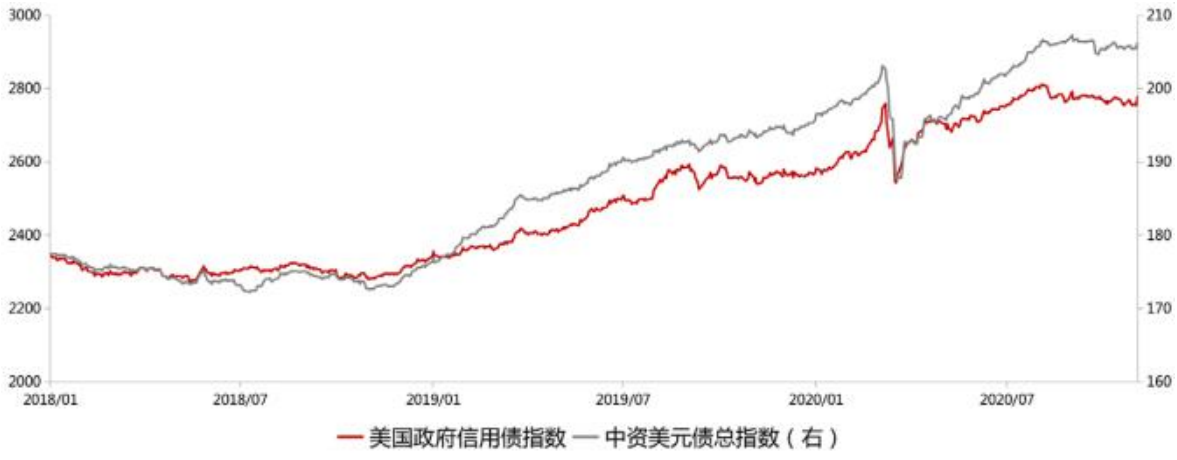


资料来源：万得，中国银行

4.3.1 品种分化预计延续

从历史表现来看，中资美元债的波动趋势与美国信用债表现息息相关。2021 年美国货币政策大概率维持宽松，信用债收益率有望维持在低位区间，但继续下行相对有限，区间上行压力较大，高收益品种或受益于经济复苏带来的盈利改善，表现优于投资级。中资美元债品种间分化大致也将跟随美国信用债，对境内投资机构而言，还受到人民币汇率升值趋势以及利差不足影响，投资性价比较 2020 年下降。

图表 181 . 中资美元债回报表现与美国信用债正相关



资料来源：万得，中国银行

4.3.2 关注违约风险传导

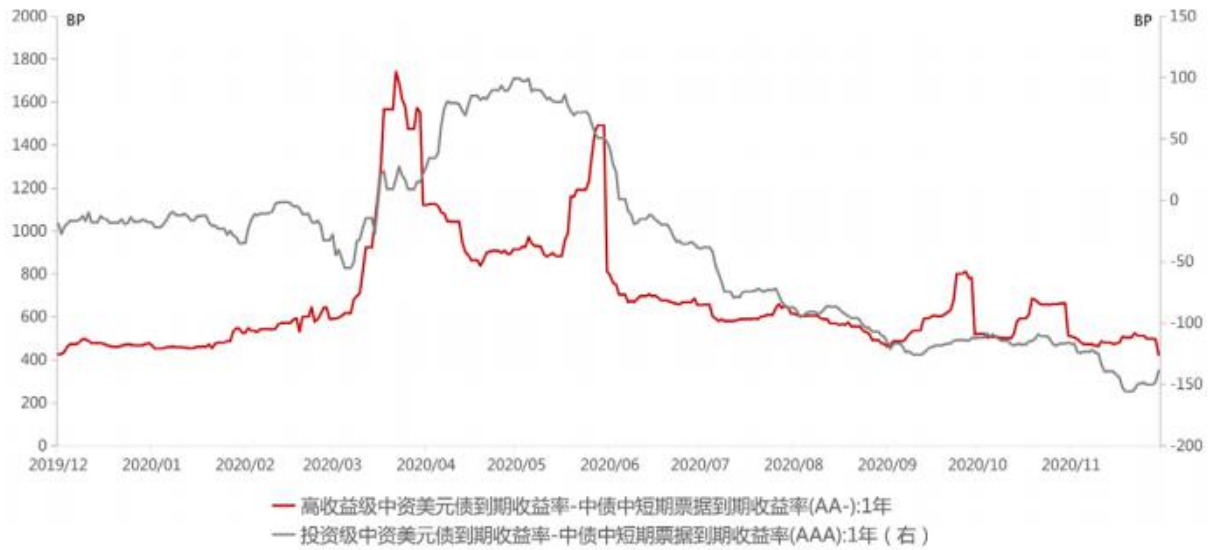
中资美元债发行主体为境内机构，信用情况与境内市场相关，尤其从近两年的存量市场的违约案例来看，主体的重合度较高，2021 年国内信用债融资环境或边际收紧，在弱资质主体信用风险暴露可能加剧的情况下，需重点关注境内信用风险向境外传导。而当前中资美元债和境内信用债利差保护不足，或难抵情绪冲击。

图表 182. 境内外违约主体重合度较高

违约时间	违约主体
2005 年 1 月	佳兆业
2019 年 9 月	美兰机场
2019 年 11 月	天物集团
2019 年 12 月	华晨电力
2019 年 12 月	北大方正
2020 年 1 月	青海省投
2020 年 5 月	宜华控股
2020 年 8 月	泰禾集团

资料来源：中国银行

图表 183. 中资美元债和境内信用债利差不足



资料来源：彭博，万得，中国银行

4.4 美国债市：易跌难涨，短优于长

美债经历了两年的大牛行情，估值处于历史高位。在疫后经济复苏的预期下，2021 年美债长端收益率有上行压力；但同时由于美联储对于通胀目标容忍度的加大，货币政策未来一段时间内仍将处于宽松的状态，短端表现或好于长端。预计 10 年期美债收益率区间为 0.8%-1.3%。

4.4.1 经济修复叠加通胀预期，利空长端

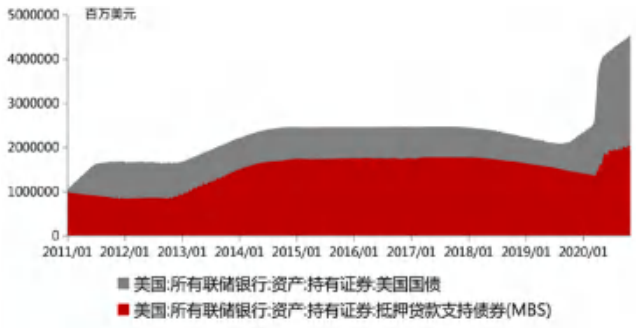
疫情后美国经济持续修复，叠加可能的通胀预期，美债收益率长端或将走高。一是美国经济已处于疫情后的修复阶段，房地产快速回升、消费复苏较为强劲，生产也在逐步恢复，且库存周期处于底部，虽然疫情已经出现了第三次爆发，但对于生产和生活的影响在边际递减，随着疫苗推出的进度加快、大选的落定，滤过短期波动，美国经济有望持续复苏，且在修复节奏上有望快于欧洲各国。二是拜登上任后，对于疫情的控制、疫苗的进展和财政刺激政策的推出将是影响市场的关键变量，如果上述因素陆续落定，那经济或将加速恢复，可能会令市场产生通胀预期。三是 2021 年美国的货币政策也不会再复制 2020 年式的极度宽松，美联储基准利率已降至历史低位，美联储坚决抵制负利率情况的发生，因此缺乏进一步下行的空间，量化宽松扩表的速度在 2020 年 5 月份以后也明显放缓，美债收益率长端面临着较大的调整压力。

图表 184. 通胀预期令国债收益率先于实际通胀上行



资料来源：万得，中国银行

图表 185. 美联储量化宽松扩表速度放缓



资料来源：万得，中国银行

4.4.2 流动性未见收紧信号，支撑短端

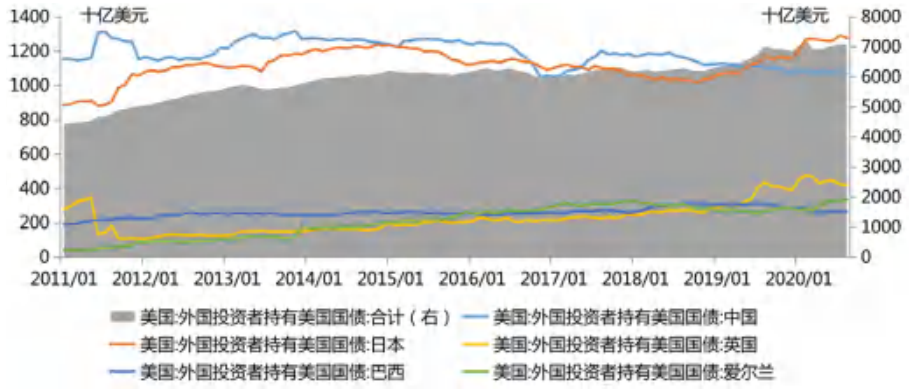
配合扩张的财政政策，美联储货币政策总体仍将维持宽松，短端或维持低位震荡。2021 年美联储在货币政策上仍需配合扩张的财政政策，整体货币政策流动性环境还将保持宽松，至少很难主动收紧。2020 年 8 月美联储主席鲍威尔发表了关于“货币政策框架评估”的讲话，美联储亦修改了长期目标与货币政策声明，两者均明确表示实施“灵活的平均通胀目标”，即在通胀持续低于 2% 一段时间后，货币政策将力求让通胀未来在稍微高于 2% 的水平运行一段时间。随后在 9 月份的议息会议中，美联储明确提到“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2% 并短期内收敛于稍高于 2% 水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25% 不变”。11 月议息声明显示美联储预计在未来

一段期间至少保持每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的资产购买计划，点阵图也显示美联储认为未来 3 年都不会加息，预示着未来一段时间货币政策仍将维持宽松取向。

4.4.3 美债海外吸引力下降，长期利空

美国国债的前五大外资持有者分别为日本、中国、英国、爱尔兰、巴西，在这前五大持有国中，中国和巴西从 2019 年下半年就开始减持美债，英国从 2020 年开始也同样加入了减持的行列，海外投资者对美债的持仓出现了分化。从海外投资者对于美债的整体持仓量来看，经过了 2019 年全年的快速增持后，从 2019 年 8 月整体的持仓量已有了明显的波动，几乎没有再进一步增加，这也从另一个侧面反映出美债对于海外投资者吸引力的下降。

图表 186. 美债对于海外投资者的吸引力下降



资料来源：万得，中国银行

4.4.4 高收益美债的估值极高，短期谨慎

经济的持续复苏将在一定程度上利好高收益企业债，但由于高收益企业债已提前有了一波较大幅度的上涨，因此当前的收益率极低，而估值已经处于近十年的一个极高位置，也需谨防回落风险。同时，经济的复苏也将伴随着企业的出清，因此在高收益企业债投资标的的选择上，也需要精选企业资质较好的个券进行投资。

图表 187. 美国高收益企业债的收益率已处于极低位置



资料来源：万得，中国银行



汇率篇

复苏为“矛”，利差为“盾”

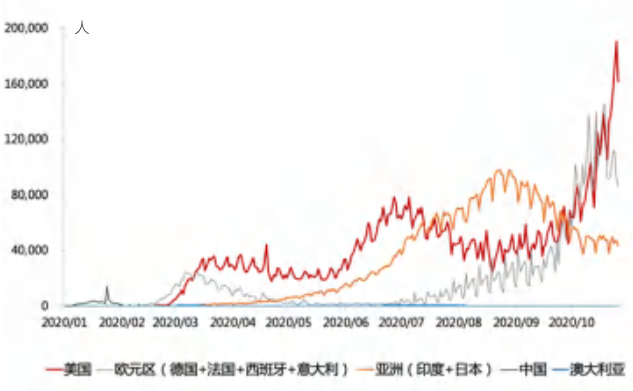
全球经济复苏是 2021 年外汇市场决定因素。风险货币整体受益，避险货币或被压制。人民币升值空间打开，重心或将上移；美元弱势震荡，前低后高；欧元触底反弹，突破上行；日元强势难续；英镑谨慎乐观；澳元强势震荡；加元或将温和攀升。

5.1 人民币：升值空间打开，重心或将上移

5.1.1 疫情控制全球最好，经济已至常态

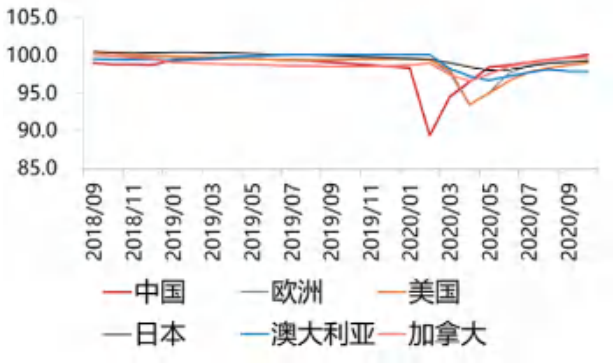
2020 年初以来，新冠疫情在全球范围内爆发，截至 11 月初，全球确诊人数突破 5000 万。虽然疫情在中国爆发较早，但是中国政府通过有效防疫手段，牺牲一个季度的经济换来疫情的快速控制，国内疫情于 4 月份逐步接近尾声。相比国内，海外主要国家的疫情则不断反复，美国、欧元区以及亚洲的日本和印度均出现了二次乃至多轮爆发，新增确诊人数不断创出新高。得益于疫情的有效控制，中国经济也在全球范围内率先开启复苏，经济实现“V”型反转，三季度 GDP 同比增速达 4.9%，大部分行业已恢复到疫情之前的水平。

图表 188. 主要国家疫情数据



资料来源：万得，中国银行

图表 189. OECD 综合领先指标



资料来源：万得，中国银行

5.1.2 中美国债利差高企，支撑人民币汇率走强

随着中国经济的快速复苏，中国央行在二季度以后开始逐步退出超常规的货币宽松政策，结果上最直接的体现为中国国债收益率的快速上行。数据显示，截至 11 月 13 日，中国 10 年期国债收益率自 3 月份低点 2.6% 附近上升到 3.3% 附近，上行幅度约 70 个 BP。在全球主要经济体中，中国 10 年期国债收益率当前是最高的。此外，中国国债收益率水平的高不仅体现在绝对数字上，更体现在相对数字上。以中美 10 年期国债利差为例，2020 年 2 月份以来，中美 10 年期国债收益率差值敞口不断扩大，4 季度更是创下 2015 年“811”汇改以来的新高。国债利差的不断走阔，是驱动人民币 2020 年 2 季度以来兑美元的持续升值重要因素。我们预计 2021 年货币政策整体宽松仍是全球央行的主基调，而中国央行在货币政策上相对克制，既为后续国内经济刺激预留政策空间，又能够保持中国在国债收益率利差上的优势，有利于人民币汇率持续稳定乃至继续升值。

图表 190. 主要国家 10 年期国债收益率



资料来源：万得，中国银行

图表 191. 中美 10 年期国债利差与美元兑人民币汇率



资料来源：万得，中国银行

5.1.3 制造业产业链优势，带动人民币资产重估

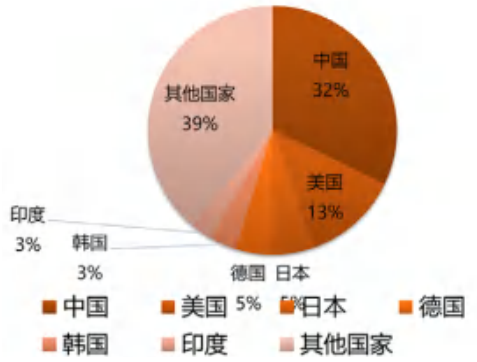
经济全球化的大背景下，全球供应链一环扣一环的分布在多个国家，新冠疫情的爆发，一度导致了部分国家供给不足和全球供应链条的中断。但是中国因为防控成效显著，复工复产迅速，凭借国内制造业完备的产业链和产业集群优势，填补了海外供需的缺口。从数据看，今年以来在海外总需求受疫情影响大幅下滑的背景下，中国 1-10 月份出口累计总额（以美元计）实现正增长，2020 年下半年 7-10 月份出口平均同比增速达 9.5%，10 月单月出口同比增长 11.4%，创下近 2019 年 4 月以来的新高，都凸显出中国制造业的综合优势和不可替代性。我们预计未来全球疫情余波未平，中国制造业依托于全球最大的国内市场，叠加政策红利支持（科创板注册制、减税降费、引导新增融资重点流向制造业等），制造业升级速度将继续加快。同时完备的产业链也将强化我国在全球供应体系中的优势，借助加入 RCEP 契机，进一步分享全球此轮经济大刺激红利，推动中国从制造业大国向制造业强国迈进，带动人民币资产价值的重估。

图表 192. 中国出口金额同比数据



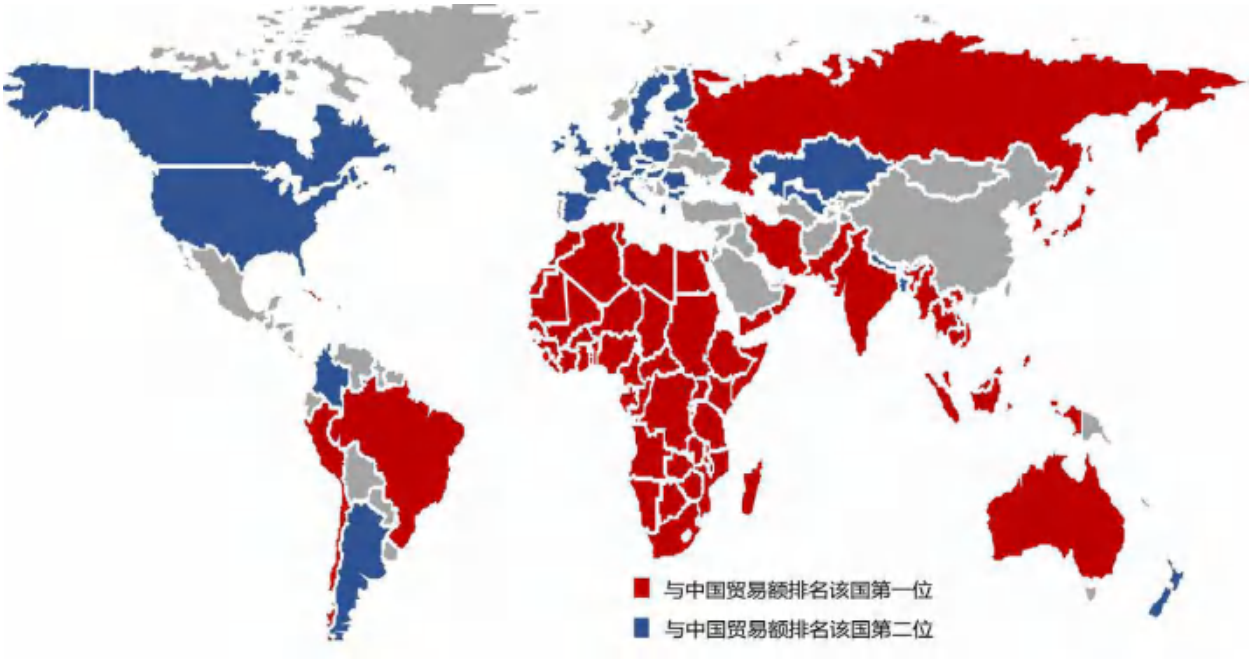
资料来源：万得，中国银行

图表 193. 2014 年世界各国制造业总产出分布图



资料来源：万得，中国银行

图表 194. 与中国贸易额排名该国前两位的国家分布

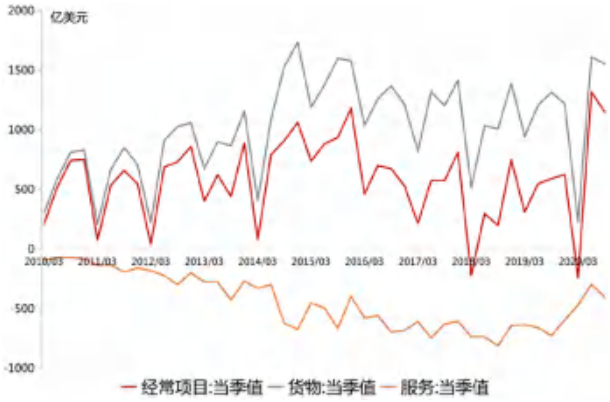


资料来源：安中投资， IMF， World Bank，中国银行

5.1.4 经常项目盈余扩大，资本项目加速流入

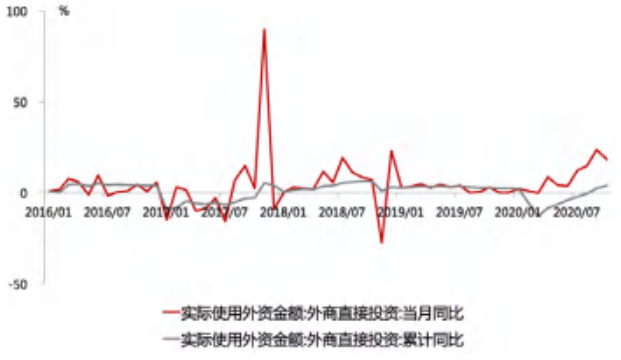
2020 年 2、3 两个季度，中国国际收支平衡表中经常项目下累计净盈余超过 2000 亿美元，创下近 10 年以来的新高，我们认为背后可能有如下几个主要因素。一是全球疫情爆发背景下，中国出口了大量的抗疫物资；二是全球大宗商品特别是原油价格在一二季度处于低位，使得中国在工业原材料的进口上节约了一定的外汇储备；最后，也是由于疫情的原因，导致今年出境旅游的人数大幅减少。从国际收支表的经常项目下的货物与旅游两个分项上也能侧面印证上述观点，其中经常项下的货物项在 2、3 两个季度的净盈余超过 3000 亿美元，创下 2014 年以来的新高，旅游项支出相比以往几年每个季度净减少 200 亿美元。我们认为即使疫苗研发出来，从上市到全面接种仍然需要很长的一段时间，在此情形下，中国 2021 年国际收支端经常项目下的盈余敞口较往年仍会扩大。资本与金融项下，根据联合国发布的《2020 年世界投资报告》，预计 2020 年全球 FDI 流量将比 2019 年美元减少 40%。但是中国的情况显然要乐观许多，20207-10 月份，中国外商直接投资当月同比增速连续 4 个月两位数增长，截至 10 月份，全年累计增速也由负转正。此外，随着中国金融对外开放步伐的稳步推进，外资在加速配置中国。截至 11 月 13 日，“北上”资金今年以来净流入 1243 亿元。债券方面，截至 10 月底，境外机构对境内人民币债券的托管规模达 26826.76 亿元，较 2019 年底净增长超过 8000 亿元，同比增速 48.53%。经常项目下的盈余扩大，跨境资本的加速流入，直接体现为对人民币本币需求的增加，也支撑人民币汇率的稳定乃至升值。

图表 195. 中国国际收支经常项目（旅游和货物）



资料来源：万得，中国银行

图表 196. 外商直接投资情况



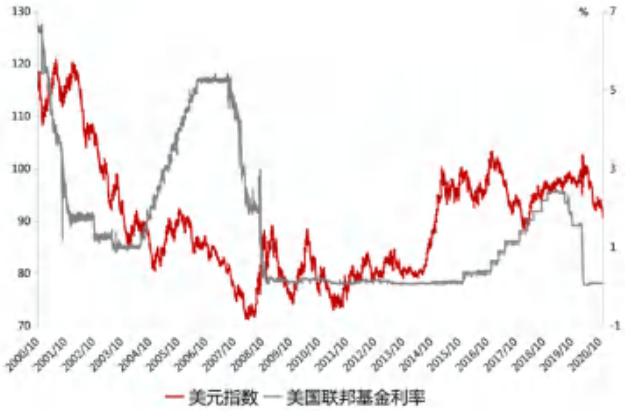
资料来源：万得，中国银行

综上，我们认为，从疫情控制、国债利差、制造业综合优势、本币需求几个角度看，当下人民币汇率面临的基本面较为良好。展望明年乃至未来几年，人民币很可能步入较长的升值周期。随着人民币国际化程度的加深，全球认同度的提高，人民币的国际地位有望与全球第二大经济体的身份相匹配。但是在此过程中，我们仍然要关注人民币汇率潜在的制约因素，一是央行在汇率市场上的政策干预，2020 年下半年以来，中国央行将远期结售汇的保证金比例下调到 0，退出逆周期因子，两项政策的退出既映射出央行对于人民币汇率的信心，也反映出政策层不希望人民币升值的步伐过快；二是近几年中美贸易摩擦一直是人民币汇率的重要扰动项，拜登入主白宫后，市场预期中美对抗相比特朗普主政时期会有所缓和，但是是否如市场预期的那样，需要时间的检验，投资者仍需密切关注。

5.2 美元：弱势震荡，前低后高

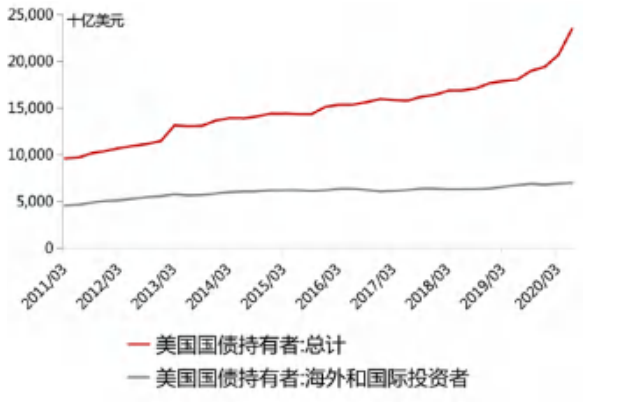
美元可能进入长周期下行通道。美联储自 2015 年年底开启加息周期，于 2019 年按下了暂停键，2020 年则迎来了彻底反转，3 月份的两次非常规降息将美联储联邦基金利率下调至 0-0.25% 的区间，回到了历史最低水平。伴随着美联储的降息，美国 10 年期国债的收益率也迅速回落，其与德国、日本及澳大利亚的利差较 18 年和 19 年下了一个大台阶。从历史数据上看，美联储的降息标志着新一轮美元下跌周期的开始。此外，本轮疫情让美国过度透支了美元的信用，海外投资者持有美债比例下降，使得美元霸权有所削弱。从长周期的维度看，当下可能是美元一轮长周期下跌的初始。展望 2021 年，美元指数可能整体上维持低位，节奏上前低后高。

图表 197. 美元指数与美国联邦基金利率



资料来源：万得，中国银行

图表 198. 美国国债持有情况

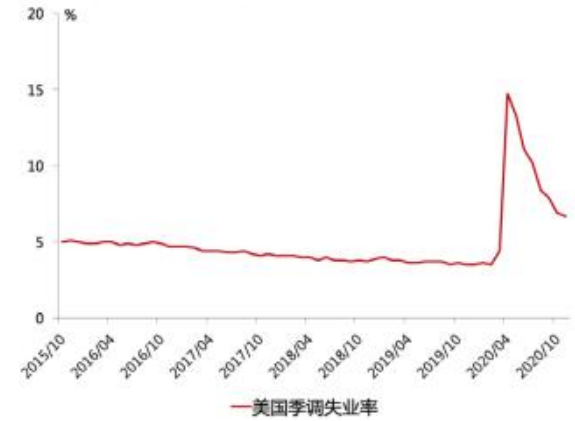


资料来源：万得，中国银行

大选落地，进入拜登时间。当前美国总统大选基本告一段落，从各州的投票结果看，拜登当选总统已成定局。拜登的具体政策上，对内疫情防控方面，不同于特朗普抗疫和复工并行，主张采取更加严格的抗疫措施，短期内抗疫的重要性大于经济恢复。财政政策上，建议采取大规模的财政补贴方案，用于失业补贴、薪资保障计划和地方政府救助等。此外，还计划未来 10 年投入超过万亿美元用于基础设施建设、公共事业建设和转型投资。税收方面，主张增加对富人和大企业的税收，减少对低收入人群的税收。对外政策上，主张积极参与全球治理，回归多边主义，积极修复盟友关系，不支持使用关税武器等。从拜登的内外部政策看，在其上任初期，抗疫是其政策重心，短期内可能会牺牲一定的经济增长，对于美元短空长多。作为传统建制派的总统，其上任后世界局势的稳定性可能会有所提升，不利于避险货币，对美元也偏空。此外，当前美国参议院选举还未有最终结果，如果民主党不能占据多数席位，那么“分裂的国会”将对拜登政策推行产生一定的掣肘。

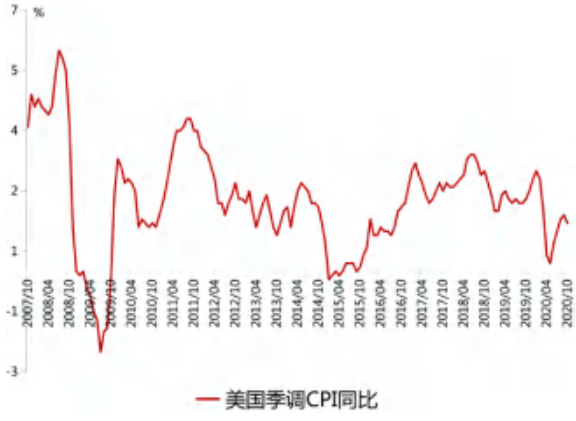
经济深蹲后开启复苏，通胀隐忧再起，货币政策延续宽松基调。由于新冠疫情的冲击，美国 2020 年二季度 GDP 同比增速下降 9.03%，超过了 2008 年金融危机的水平。二季度后半段，随着国内陆续开启复工复产，各项经济指标开始反弹。ISM 制造业与非制造业 PMI 指数自 6 月以来连续 5 个月保持在 50 上方，个人消费方面，美国个人实际消费支出自 5 月份以来，连续 5 个月正增长，5-9 月份平均环比增速超过去年同期 2.9 个百分点。失业率方面，自 4 月份以来逐月降低。生产、消费、就业几个指标都显示，美国经济开始触底回升，未来几个季度经济将整体呈现回升的态势。通胀方面，考虑到 2020 年二季度因疫情爆发带来的通胀低基数效应、联储资产负债表的快速扩张、全球大宗商品价格上涨等因素，美国 2021 年二季度的通胀可能会同比超过 2%。但是鉴于美联储已于今年年中调整了货币政策框架，转向在一定时期内平均通胀超过 2% 才会收紧其货币政策。在实现充分就业、宏观经济重回正轨前，美联储的货币政策不太可能受到暂时通胀上升的干扰。此外，即使当前最乐观的估计也承认全球经济的修复过程不会是一蹴而就的，经济回归常态是一个漫长的过程。面对的“抗疫”的复杂性，2021 年美联储的货币政策调整的可能性较低，仍需要宽松的货币政策为宏观经济“保驾护航”，宽松仍然主基调，但是边际上再超预期的可能不大。在此情形下，美债收益率可能在 2021 年二季度前后进一步陡峭化，届时可能成为美元指数走势的一个重要分水岭。

图表 199. 美国季调失业率



资料来源：万得，中国银行

图表 200. 美国季调 CPI 同比



资料来源：万得，中国银行

最后，我们还要考虑到汇率是相对的概念。一国经济弱并不一定代表汇率贬值，需要比较两个经济体的相对差异。2021 年全球经济体同处于修复期，不同国家的主要宏观指标的表现将更加体现出个体差异性。美国经济在疫情出现前整体较为健康，在美联储大规模量化宽松的保障下，率先走出泥潭的可能性较大。那么只要美国自身经济恢复情况好于其他主要经济体，特别是欧洲，对美元指数也是一种变向的支撑。

综合看，拜登当选与全球经济复苏的乐观预期带来风险偏好提升，疫情导致的美元信用下滑以及美国与非美主要经济体趋向收敛的货币政策对美元产生压力，但美国经济恢复的韧性或使得美元指数下行空间相对受限，2021 年下半年随经济复苏加快以及通胀抬头可能驱动美元阶段性反弹，预计 2021 年美元指数维持低位，节奏前低后高。

5.3 欧元：触底反弹，突破上行

2020 年，欧元区经历了年初疫情爆发和秋冬两轮感染，在疫情反复困扰下，欧洲央行各项举措积极应对，使得欧元区整体经济复苏脚步提速，欧元可谓“劫后逢生”。

主要国家经济触底反弹。在第一轮“封城”导致欧元区二季度 GDP 收缩 11.8% 之后，三季度随着经济活动限制逐步放开，以及欧元区货币财政共同发力对经济复苏构成有力托底，终于迎来了快速反弹，三季度 GDP 增长 12.6%。虽然疫情二次爆发令多数欧洲国家重启“封城”，但限制力度相较年初有一定放松，疫情防控部署更加充分，各行业不利影响相对可控。此外，近期疫苗研发的重大突破有望对新冠疫情实现有效控制。在全面解除封锁的预期下，欧元区生产生活的恢复将成为 2021 年经济基本面修复的基石。

财政与货币政策方面，“中心化联盟”政策频出加大经济刺激力度。年内欧元汇率的表现相对强势，主要还是得益于欧洲央行和欧盟的高效反应。欧洲央行推出紧急抗疫购债计划（PEPP），规模总额累计达到 1.35 万亿欧元，

同时用灵活的方式，在不同资产类别和不同司法管辖区进行购买，以支持实体经济的融资环境。更为重要的是，此次疫情客观有效地推动了欧盟财政联盟的形成，所有成员国“出资建户”，专户通过发行欧元区债券筹资并适时向各国进行转移的举措，也有效地促进了“中央财政”模式形成。预计 2021 年 1 月 1 日开始实施的欧盟 2021 年至 2027 年预算规模（包含 7500 亿欧元的复苏基金）将高达 1.82 万亿欧元，这是财政联盟的重要进步，同时也将有利于扶助欧元区经济复苏。

通胀预期或将逐步升温。在关键的通胀率和就业数据方面，欧元区 2021 年总体通胀存在回升可能。2020 年初，由于石油价格的暴跌和德国增值税税率的暂时下调令总体通胀跌至负值，欧洲央行调整货币政策的主要观察指标 HICP 同样落入负值区间。但随着疫情被逐渐控制的预期，需求的回暖将带动以原油为代表的大宗商品价格低位反弹，而此前由于疫情下产能过剩带来的通缩也将有所减弱。目前来看，在持续宽松的刺激政策下，通胀率有望从负值反弹。虽然在劳动力市场方面，受二次封锁拖累，欧元区失业率持续上行并有可能在 2021 年初达到 9.5% 的峰值，但随着经济封锁的解除，就业市场将逐步复苏，在 2022 年底恢复至疫情前的就业水平。

综合来看，2021 年欧元区的经济复苏是我们的基本判断，疫情期间欧洲被压抑的需求和高储蓄率将在 2021 年春季强劲反弹，助力经济复苏。因此，我们预计 2021 年欧元区经济复苏的概率和持续力都将好于 2020 年下半年。若新冠疫苗推出后实质性解决疫情蔓延问题，我们认为全球经济复苏的概率将加大，而风险情绪的改善将助力欧元延续涨势，突破上行。

图表 201. 欧元区 HCIP 和失业率数据



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

5.4 英镑：有望脱欧，谨慎乐观

回顾 2020 年，英镑在经历“至暗时刻”后于低谷反弹，整体走势被新冠疫情和英欧贸易谈判所主导。

疫情重挫下，经济增速滞后已是客观事实。英国在遭受了两波新冠疫情的冲击后，分别于 3 月和 11 月采取了全国性的封城措施。虽然英国全年的 GDP 增长在三季度有亮眼表现，却依旧无法弥补前期因封城带来的经济衰退。不过随着疫苗研发的顺利开展，预计 2021 年上半年疫情将逐步退去，市场风险情绪有望进一步恢复，从而对英镑形成支撑。

英欧贸易谈判方面，依旧充满变数。英国将于 2021 年正式退出欧盟市场，为了脱欧后贸易活动的有序地开展，目前英欧双方都在积极展开会谈，争取在 2020 年内达成贸易协议。相较之下，市场对英欧双方达成协议，并在 2021 年维持稳定的贸易关系保持乐观，这也是支持英镑在近期上涨的因素。但考虑到英欧之间在渔权、公平竞争机制等方面的分歧依然较大，脱欧协议也未能有效达成，英欧之间的微妙关系同时也对英镑持续上涨构成压力。

在货币财政政策方面，负利率预期料持续施压。为了应对新冠疫情，2020 年英格兰央行跟随美联储采用了宽松的货币政策，将利率从 0.75% 下调至 0.1%，并将资产购买规模自 4350 亿英镑扩大至 8950 亿英镑。但随着英国政府扩大财政支出、推出失业补助计划、对服务业减税的一系列刺激措施推进后，英国的债务占比也达到了 103.5%，创出 1960 年以来新高。如果新冠疫情未能如期消失或英欧贸易关系恶化，英国经济出现再度下行风险的概率也将加大。基于英国债务水平已经处于高位、政府继续扩大财政支出的空间有限的事实，英格兰央行或将不得不采用负利率手段，进而给英镑带来持续压力。

图表 202. 英国通胀数据和央行基准利率



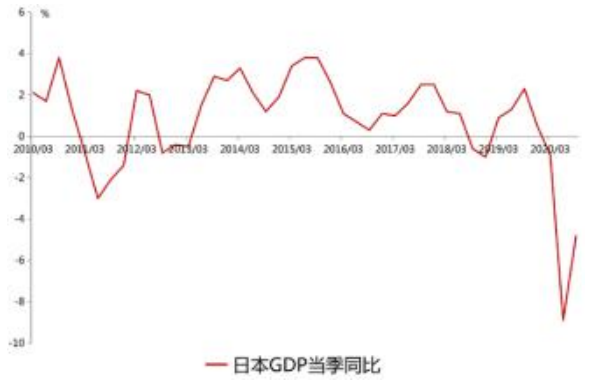
资料来源：Bloomberg，中国银行

综合来看，随着疫情的逐步平稳、市场风险情绪的回暖，将在 2021 年上半年给英镑带来上涨的动力，不过英国本身的经济恢复速度和英欧贸易关系可能会限制英镑的涨势。展望 2021 年，预计疫情的整体控制情况和英欧贸易关系仍将继续左右英镑走势，外加英国的财政和货币政策对英镑的客观影响。基于此，我们对英镑未来仍持谨慎乐观态度。

5.5 日元：强势难续，关注疫苗

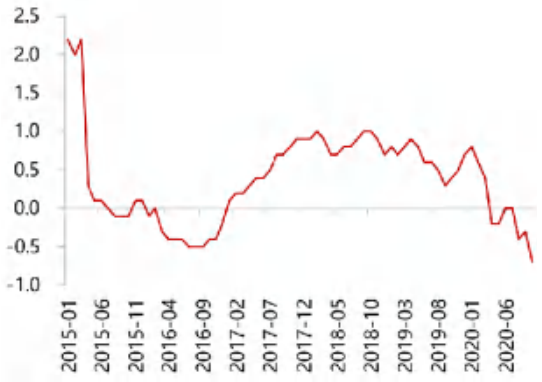
经济缓慢复苏。自 2019 年 4 季度开始至 2020 年 3 季度，日本国内 GDP 同比增速已经连续 4 个季度下滑，由于疫情的缘故，2020 年 2 季度 GDP 同比增速下滑超过 10%，创下二战以来的最大跌幅。3 季度以来，随着疫情逐步得到控制，叠加政策刺激，经济开始回暖，当季 GDP 同比增速虽然仍是负增长，但是相比 2 季度提高了 4.4 个百分点。根据货币基金组织 2020 年 10 月份《世界经济展望》的最新预测，预计日本 2020 财年 GDP 同比下降 5.3%，2021 财年经济有所回升，加之举办东京奥运会，加入 RCEP 贸易协定后进一步提振出口，新首相菅义伟不再上调国内消费税等因素，预计 2021 年 GDP 同比增长 2.3%。但同时不可忽视的是，日本经济长期结构性的问题仍然突出，例如人口老龄化加速（日本 2019 年新出生人口不足 87 万，创有统计以来新低），政府债务高企（2020 年 9 月末日本政府债务在 GDP 的占比达到 214.9%），通胀低迷（10 月份日本核心 CPI 同比下滑 0.7%，创下近 9 年的新低），可能使得未来经济恢复的力度偏弱。从当下到 2021 年，日本国内经济大概率呈现出一个从底部缓慢向上爬的过程。

图表 203. 日本 GDP 当季同比



资料来源：*万得，中国银行*

图表 204. 日本核心 CPI 当月同比



资料来源：*万得，中国银行*

央行宽松延续。为了应对疫情带来的经济冲击，日本央行 2020 年 4 月份的议息会议上，在维持维持政策利率 -0.1% 不变的同时，取消此前以每年 80 万亿日元（7440 亿美元）速度购债的宽松指引，宣布将无限量购买日本国债。最新 10 月份的议息会议上，日本央行延续了今年以来的宽松基调，继续维持 10 年期日本国债收益率目标在 0 附近的收益率曲线控制目标。央行行长黑田东彦表示：如有必要，日本央行将毫不犹豫扩大宽松政策，在通胀没有达到 2% 之前，不考虑退出宽松政策的可能性。此外，新首相菅义伟上台后，延续了“安倍经济学”的政策思路，也主张宽松的货币政策。我们认为，日本央行在未来很长一段时间将继续保持宽松的步伐。

避险情绪与日元高度相关。日元是外汇市场的主要避险品种，其走势与标准普尔 500 波动率指数 (VIX) 具有很强的关联性，我们发现，当 VIX 指数连续一段时间处于 20 上方时，往往对应着日元走强。今年以来，由于新冠疫情全球蔓延，市场避险情绪高起，VIX 指数自 2 月下旬以来一直高于 20，在此期间，日元整体上也处于升值状态。

展望 2021 年，全球主要经济体大概率同步开启复苏，各国央行仍将延续宽松基调。在此背景下，各国国债收

益率曲线可能进一步陡峭化。而由于日本经济相对缺乏弹性，叠加日本央行在长端国债收益率上的目标控制，将使得日本本国的长期国债收益率水平与其他国家的长期国债收益率水平差值拉大，对于日元汇率产生一定压力。此外，2021 年新冠疫苗很可能推出，若疫苗推出后对于疫情的防控效果显著，市场的风险偏好也将会提升，也不利于避险货币。我们认为，在利差走阔、疫苗有望上市的情形下，2021 年日元汇率整体上难续 2020 年的强势，疫苗推出的时间点以及具体效果将成为日元汇率阶段性重要扰动变量。

图表 205. VIX 指数与美元兑日元汇率



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

5.6 澳元：复苏支撑，强势震荡

经济整体复苏，中澳关系是关键变量。由于疫情原因，澳洲经济二季度录得创纪录的经济下滑。进入三季度，受益于疫情控制相对较好，澳洲经济开始缓慢复苏，部分经济指标表现较好。今年 11 月份公布的数据显示，澳大利亚 10 月份招聘广告激增 9.4%，另一份数据显示，9 月份建筑审批猛增 15.4%，约为经济学家预测的 10 倍。随着疫情得到更大程度的控制，澳大利亚 10 月份的房价也出现了六个月来的首次上涨。但今年下半年，中澳贸易摩擦成为拖累澳洲经济的主要因素，中国暂停了部分牛肉进口，并对澳洲进口产品征收 80.5% 的关税，还对澳洲葡萄酒进口发起了反倾销调查，同时在发现病虫害后禁止进口澳洲木材。对于高度依赖中国出口的澳洲经济而言，中澳贸易摩擦令澳洲经济复苏蒙上阴影，同时对澳元料形成压制。

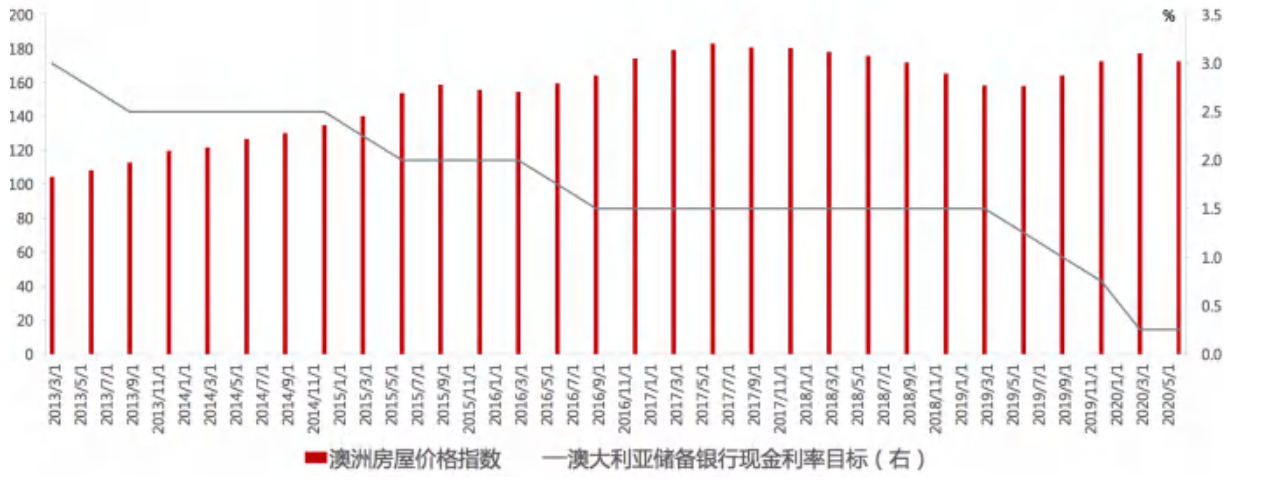
货币宽松相对有限。为应对新冠疫情的冲击，自 3 月中旬紧急降息 50 个基点以来，澳洲央行一直将利率保持在 0.25% 的历史低位。今年下半年，由于疫情反弹叠加中澳贸易摩擦加剧，澳洲经济反弹承压，澳洲央行政策延续性出现时滞，因而受到批评。澳洲央行自 5 月份以来一直保持观望，仅购买了少量债券，由于市场预期澳洲将进一

步放宽政策，三年期国债收益率一直低于 0.25% 的目标位，但直到今年 11 月份，澳洲央行才将隔夜利率下调 15 个 BP 至 0.1% 并表示计划购买 1000 亿澳元的联邦和州政府债券。澳洲央行对待宽松货币政策犹豫的态度及相较于其他发达国家较小的量化宽松规模，显示其货币政策宽松幅度要小于其他国家，这或许跟澳洲疫情控制较好、经济复苏相对较快有关。

大宗商品价格上行料对澳元形成提振。从历史数据来看，澳元走势与铁矿石价格有一定的正相关性，2021 年受全球经济复苏的带动，各国产能缺口可能持续扩大，全球大宗商品价格或将继续反弹，作为商品货币的澳元将受益于此。

综上，澳元 2021 年走势料强势震荡。在中澳贸易未出现进一步恶化的前提下，由于澳洲疫情控制相对较好，澳洲经济有望在主要发达国家中呈现平稳增长态势。同时，伴随着经济的稳步复苏，澳洲央行对待宽松货币政策犹豫的态度及相较于其他发达国家更小的量化宽松规模，叠加以铁矿石为代表的大宗商品价格有望持续反弹，这都有利于澳元维持相对强势。但考虑到中澳贸易争端仍有诸多不确定性因素，同时美元指数在 2021 年可能仍有韧性，澳元反弹很难一蹴而就，强势震荡或将是主基调。

图表 206. 澳洲房屋价格指数和利率对比

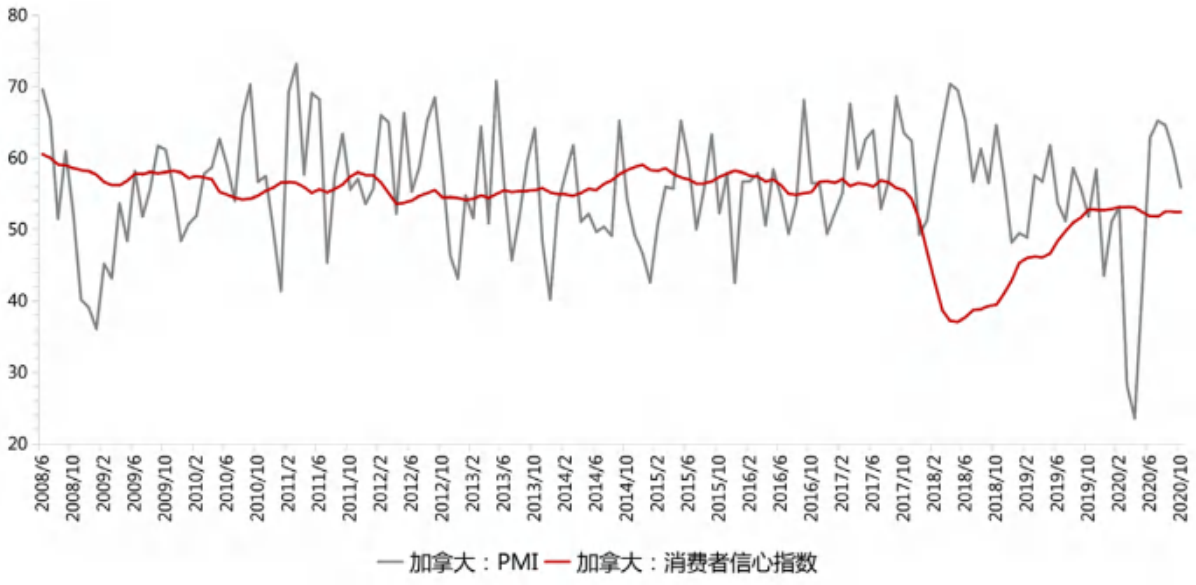


资料来源：*Bloomberg，中国银行*

5.7 加元：受益油价上涨，或将温和攀升

经济弱复苏。今年受新冠疫情的影响，加拿大经济遭受重创，美国是其最大的贸易伙伴，其经济发展与美国经济高度相关。今年 7 月份，加央行发布预测显示加拿大 GDP 预计在 2020 年下降 7.8%，到 2021 年上升 5.1%，到 2022 年初才能达到疫情前的水平。该行指出，在最初的反弹之后，加拿大的经济增长将会放缓，受社交疏离、消费者和企业信心低迷以及外需缓慢反弹的影响，经济可能要到 2022 年才能重返常态。虽然有迹象显示，受政府替代收入和补贴工资的计划一直在支持经济活动，同时美国经济复苏高于预期，加拿大三季度经济活动反弹速度似乎好于预期。但经济复苏之路仍存在许多不确定性，而且疫情区域性爆发的风险仍在持续，2021 年经济大概率将是弱势复苏态势。

图表 207. 加拿大消费者信心指数与 PMI



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

货币政策维持宽松。今年 3 月份，加拿大央行三次降息至 0.25% 的创纪录低点，并推出了有史以来第一个大规模债券购买计划，以应对疫情和低油价。央行 7 月份表示，加拿大经济活动要到 2022 年才能恢复到疫情前的水平，为此指标利率将维持在低位至少两年。在 9 月份的利率决议上，央行将关键隔夜利率维持在 0.25% 不变，并在利率决定声明中明确指出，随着加拿大经济从复苏阶段进入更加动荡的恢复期，将继续需要非常规货币政策支持，其量化宽松计划将持续至复苏全面展开。展望 2021 年，加拿大央行宽松的货币政策料将延续，正如央行总裁麦克勒姆所言，预计复苏将是漫长而缓慢的，并将继续实施量化宽松计划，直到复苏“全面展开”。

图表 208. 加元和油价走势对比



资料来源：*Bloomberg，中国银行*

油价是影响加元的重要变量。加元一直以来跟石油的关系更为密切，市场也一直将加元当做商品货币看待，主要由于加拿大是全球第三大原油出口国。展望 2021 年，后疫情时代伴随着疫苗的成功研发并逐渐推广，全球原油需求或将持续复苏，油价在需求端的提振下料将延续反弹态势，油价进一步走高的预期对加元形成支撑。

综上，加元 2021 年或将温和攀升。加拿大经济和货币政策与美国有较强的关联，美国经济若不能尽快复苏，加拿大经济很难有所表现，同时加拿大央行不断表示在 2022 年之前，央行将保持宽松的货币政策，加元料将一直受制于基本面的因素压制。但考虑到全球经济明年复苏是主基调，更重要的是国际油价的上行将对加元形成提振，在疫苗有望成功研发并推广的预期下，美国及加拿大经济或有超预期复苏的可能，叠加油价的因素可能令加元 2021 年呈现温和回升的态势。



商品篇

金银仍有空间，原油震荡上行

2021 年黄金与白银坚持货币逻辑，攻防转换前夜。低利率及宽松政策，通胀预期抬升，支撑金银强势，但后期需谨慎观察行情拐点。大宗商品方面，全球共振复苏，需求逐步回暖，油价料温和走升。

6.1 金银：坚持货币逻辑，攻防转换前夜

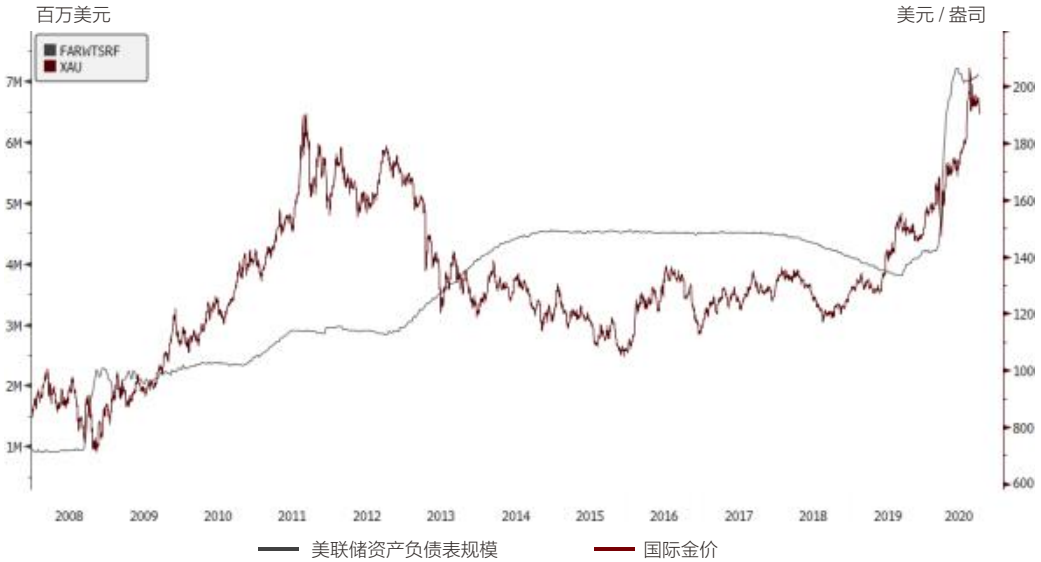
黄金很可能会在一片看涨声中迎来 2021 年，市场中的主要观点多数基于全球大规模的经济纾困政策。我们仍然看好黄金和白银在 2021 年上半年的走势，并在货币宽松预期转向之前，看好其更长期的总体表现，主要逻辑基础是美元货币信用进一步缩水的趋势仍将持续。货币和财政政策作为经济调节工具，在应对全球危机的过程中将继续发挥重要作用。种种迹象表明，新冠疫情的影响已经显著超越了一场公共卫生事件的范畴，而宽松政策预期与疫情防控进程将紧密联动。

总体而言，贵金属的下一波涨势源自通胀带来的商品共振行情，全年价格高点或将在三季度出现。

6.1.1 资产负债表迅速扩张，但不排除出现拐点

2020 年一季度，美联储在突发疫情后迅速降息扩表，规模接近翻倍。同期多个发达国家也紧急启动了资产购买计划，单是 3 月份 G-7 央行的净资产购买规模已经超过 1.3 万亿美元，几近 6 倍于次贷危机时的月度峰值。如今疫情的影响仍在部分国家发酵，美联储的“无限量 QE”仍有较大实施空间，市场普遍预计 2021 年美联储资产负债表规模将突破 9 万亿，配合新一届美国政府势在必行的财政刺激，均给金银价格提供了进一步上涨的基础环境。

图表 209 . 美联储资产负债表规模和国际金价的对比



资料来源：*Bloomberg，中国银行*

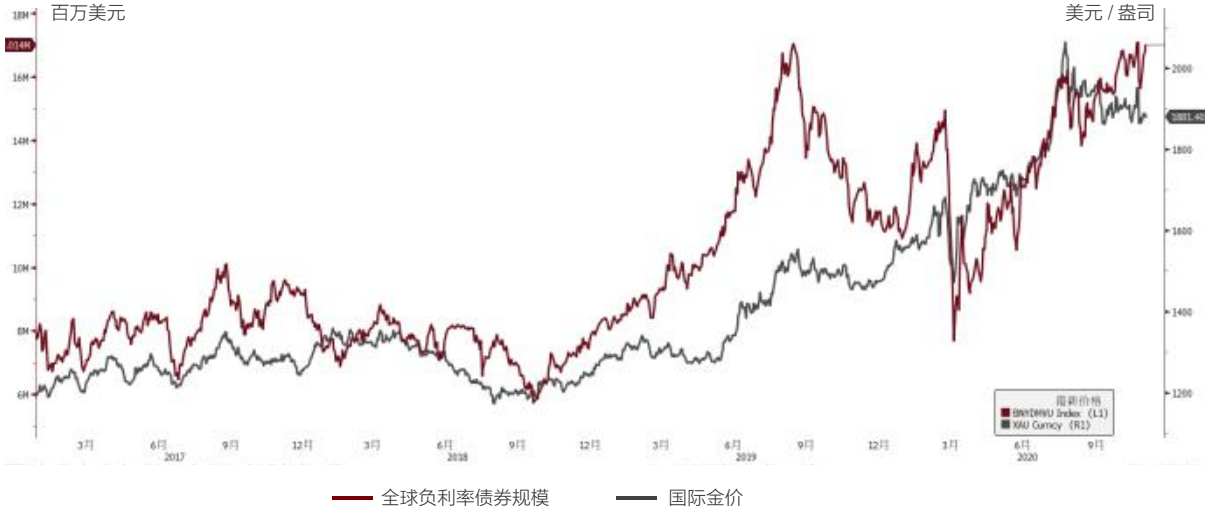
但从图中的历史数据来看，扩表规模的预期会快速计入黄金价格，导致了 2013-2014 年预期兑现的下跌行情。因此，单纯的扩表空间并不能成为金价继续上涨的充分条件，持续的政策预期才能给贵金属价格提供动力，而未来政策预期与疫情防控的进程有直接关系。2021 年我们很可能会见到一个事件驱动型的贵金属市场，不能排除接近或出现涨势拐点。

6.1.2 负利率债券规模不断加大，利好贵金属重返升势

冰冻三尺非一日之寒。低利率、低增长、低通胀的市场环境在疫情之前已经形成，这三个特征无一不在鼓励全球央行施行量化宽松货币政策。即使没有新冠疫情，全球负利率债券规模攀升也会给贵金属价格上涨带来中长期利好。

从 9 月份国际金价陷入回调开始，下中显示的负利率债券规模整体呈震荡上行态势，不断创下新的高点。由客观的经济现状和近期各国央行的言论来看，这种趋势仍将维持。鉴于负利率债券规模和国际金价的历史相关性长期保持在高位，故此贵金属价格目前的回调还不能定性为新的下跌趋势已经形成，而是应将其视为对此前涨幅的修正行情。负利率债券规模总体反映了全球纾困政策对市场的影响和各类资金对不确定性的避险情绪，从现状来看，这一指标的表现有利于贵金属价格重返升势。

图表 210. 全球负利率债券规模和国际金价的对比



资料来源：*Bloomberg，Barclays，中国银行*

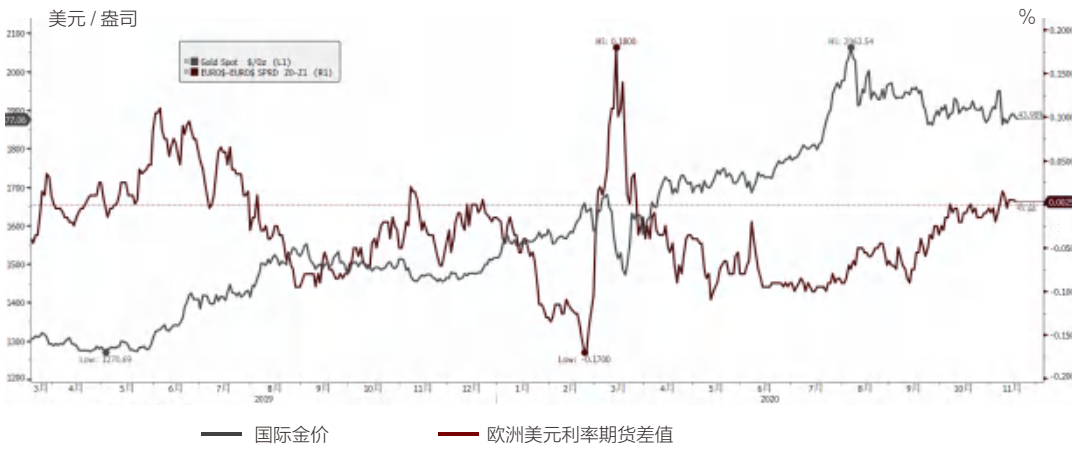
6.1.3 极低利率预期趋于稳定，宽松政策仍将持续

如果说央行资产负债表和负利率债券的规模反映了政策制定者和市场参与者对现状的观点，那么欧洲美元利率期货升水则在某种程度上代表了市场对未来美元利率变化的预期值。从金价波动主要是货币现象的逻辑去理解，该预期值的提升对作为零息资产的贵金属形成利空，反之亦然。

从下图中可见，欧洲美元利率期货升水与国际金价成负相关波动，而在两者的负相关性降低时，往往能给金价的走势带来提前预示。例如 2020 年 8 月份之后，国际金价的显著上行对应了美元期货升水的同步反弹，意味着此时金价的波动偏离了货币逻辑的主线，此后金价在高位大幅回调，两者恢复了负相关波动的特征。

目前的数据显示美元利率期货升水在零轴附近趋于稳定，意味着市场预期 2021 年美元利率水平将不会变动。而从疫情防控和经济运行的现状来看，美元难以在 2021 年加息，维持极低利率或者施行负利率政策均对贵金属价格构成利好。

图表 211. 国际金价与欧洲美元利差走势图



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

6.1.4 贵金属下一波涨势源自通胀，预期显示上半年向上概率大

黄金价格基本受宏观因素影响；白银一方面与黄金维持高相关性，另一方面也有更广泛的工业用途；铜则是较有代表性的工业用金属。从以上三者的价格波动与主要发达国家 CPI 对比来看，主要拐点和趋势均呈现了明显的正相关。同时，上游商品价格底部有一定的领先特征。历史数据显示，我们选取的三种金属价格的底部拐点领先通胀指标半年至一年，而 2020 年 4 月份商品价格见底反弹。随着疫苗赛跑接近冲刺阶段，风险情绪逐步回归，产业链上游的价格反弹终将传导至通胀数据，2021 年上半年通胀反弹的概率较大。

历史数据同样也显示出通胀数据的升势对贵金属价格有较明显的促进作用，因此贵金属价格在 2021 年上半年或将跟随通胀出现一轮涨势。

下图显示美国通胀预期目前仍处于一轮强劲上升趋势中，从历史数据看，预计该数据达到 2 之前将不会出现货币政策转向预期，贵金属价格在 2021 年也将由通胀预期推动。

图表 212. 金、银、铜价（下图）与多国 CPI（上图）数据对比



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

除了商品价格，利率水平也是通胀数据的领先指标。通过美国国债不同品种的收益率构建出的通胀预期指标与美国核心 PCE 数据呈现较强的相关性和一定程度的领先。

图表 213. 美国 10 年期国债与 TIPS 收益率差值（下图）与金银价格（上图）数据对比



资料来源：*Bloomberg，中国银行*

6.1.5 2021 年金银展望：价格先涨后跌，全年高点或将出现在三季度

预计金银价格将在 2021 年上半年追随通胀预期创出本轮反弹新高。但疫情防控的进程将阶段性影响货币政策预期，在纾困政策预期转向、通胀预期见顶和投资者情绪极值的互相作用下，贵金属或将在 2021 年三季度迎来考验。我们未必会在明年见到金银价格的趋势拐点，但有较大概率即将进入攻防转换的前夜。

图表 214. 2021 年黄金、白银价格波动路径预测



资料来源：*Bloomberg 及中国银行预测*

6.2 原油：需求恢复路漫漫，油价料温和走升

6.2.1 需求缓慢复苏，将作为主要驱动因素

6.2.1.1 汽油燃料油两头强，中间馏分需求疲弱

成品油需求反映了疫情对于经济生产活动各领域不同幅度的打击。除中国由于一枝独秀的抗疫表现使得需求全面恢复之外，其它各国在需求变化上均呈现出类似的节奏。

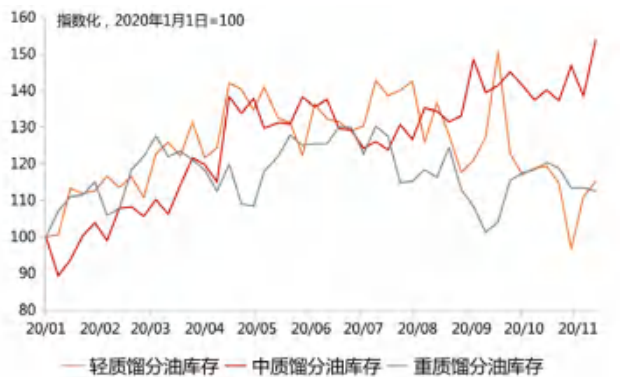
2020 年 3-4 月全球疫情达到高峰时，各国均采取了较为严格的封城活动，汽油、航空煤油需求随之断崖式下跌，仅柴油因部分必要生产、物流活动仍存在相对较大的需求。汽油和航空煤油的裂解价差一度跌至深度负值，陷入无人问津的尴尬境地。

但随着全球疫情进入常态化，个人出行逐渐恢复，同时疫情使得公共交通偏好下降，各国汽油需求均稳步复苏至同期 90% 左右水平，欧洲后续推出的封城也大多流于形式，对需求影响不大。另一方面，虽然 IMO2020 的实施使得高硫燃料油需求有所下滑，但原油的超低价格和随后中国商品出口的飙升均使海运市场相对火热，燃料油供给端的大幅下降及船用脱硫塔的安装更支持了燃料油价格的强势。

相较之下，包括柴油、航空煤油在内的中间馏分表现则显得不尽人意。虽然中、美等国的国内航班恢复相对较好，但因国际航班仍处于同比 -90% 以上的绝对低位，航空煤油需求维持疲软。而由于经济恢复非常缓慢，在疫情高峰时作为需求支柱的柴油逐渐成为了令炼厂头疼的问题，从航空煤油挤出的额外产量也加重了柴油的负担。

然而，伴随经济活动的逐渐恢复，当前需求表现最差的中间馏分也将有最大的改善潜力。由于当前需求已处于相对高位，汽油和燃料油需求在 2021 年的增长潜力已较为有限。航空煤油的需求恢复将取决于疫苗的推广速度及国际航空的恢复，而柴油需求则有赖于全球经济的企稳反弹。2021 年中间馏分油需求的复苏，将提高炼厂的开工和原料采购积极性，为原油价格提供支撑。

图表 215. 新加坡轻中重质馏分库存



资料来源：Bloomberg，中国银行

图表 216. 各品种裂解价差

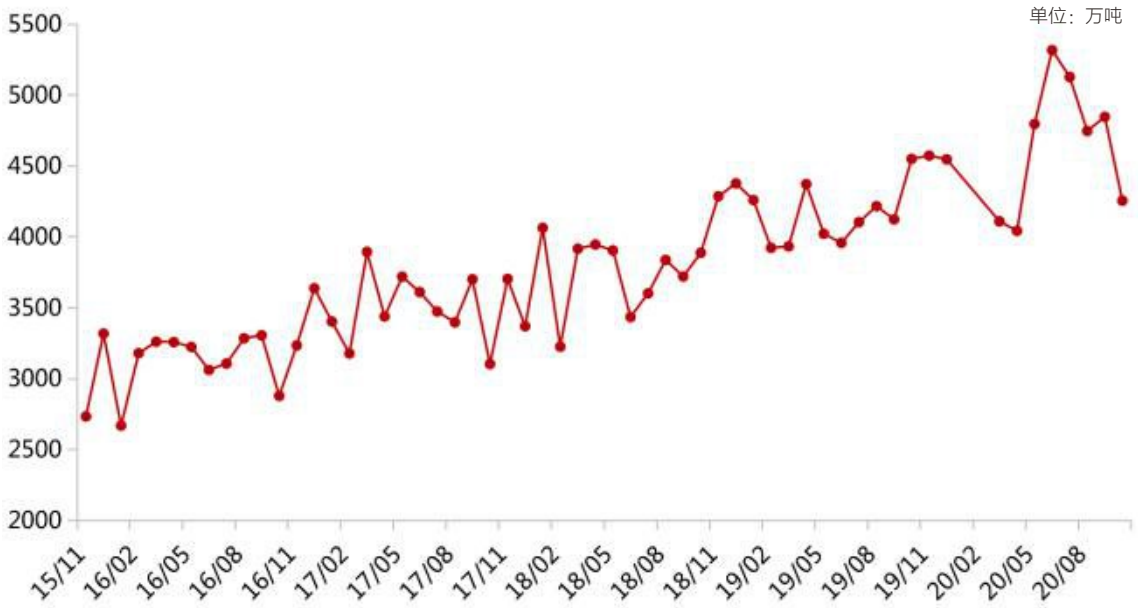


资料来源：Bloomberg，中国银行

6.2.1.2 全球需求显著分化，欧美接力中国复苏

国内需求在 2020 年的全球油市扮演了需求担当的角色，1-10 月中国原油进口同比增长 10.6%，7 月峰值更是创下同比 25% 的惊人涨幅。除国内经济快速恢复带来的利好外，低油价环境和成品油调价机制也使得国内炼厂利润一枝独秀，为国内企业提供了巨大的原油进口动力，大部分民营炼厂的原油进口配额在三季度便陆续耗尽。然而随着原油价格的反弹和裂解价差的修复，国内炼厂利润率也明显下滑。虽然部分民营炼厂仍表现出高度积极性，但整体上 2021 年国内进口预计将回到正常水平，与经济增速保持同步，难以重现今年的超水平增长。

图表 217. 中国原油进口量



资料来源：*Bloomberg，中国银行*

2021 年欧美预计将从中国手中接过需求复苏的接力棒。从当前情况来看，欧美等国通过快速检测、严格隔离控制疫情的可能性几乎为零，市场的希望几乎完全寄托于疫苗，而辉瑞疫苗三期临床中期结果无疑带来了曙光。辉瑞、莫德纳等厂商的 mRNA 疫苗产能潜力巨大，若能在今年通过批准，加上欧美相对具备满足疫苗储运要求的条件，预计可满足明年一至二季度大部分欧美疫苗的注射需求。若疫苗能够发挥当前结果显示的 90% 保护率，经济活动恢复速度将有所加快，欧美间也可能恢复已注射疫苗人群的国际通航，从而拉动当前疲弱的中间馏分需求。

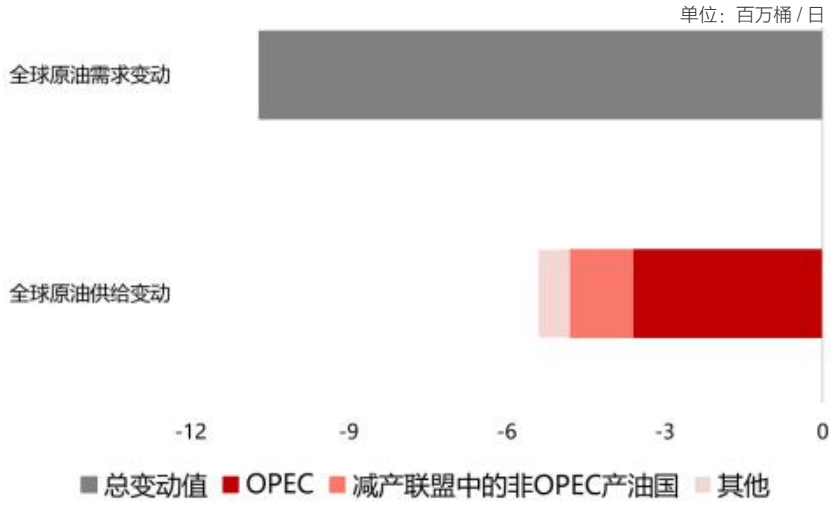
不过需要注意的是，三期临床中期结果的感染样本数量仍相对有限，疫苗保护率和保护时限与最终结果可能存在偏差，而 mRNA 作为新兴疫苗路线的副作用也尚不非常明确。由于当前市场对于疫苗的预期非常乐观，也需警惕疫苗效果不及预期的可能性。

6.2.2 供给弹性较大，发挥逆周期调节作用

6.2.2.1OPEC+ 或维持减产，但内部暗流涌动

虽然 OPEC+ 在 2020 年 3-4 月的价格战一度使得原油市场雪上加霜，但 OPEC+ 减产协议的达成仍然成为了托底油市的重要因素。2020 年一至三季度，OPEC+ 减产联盟贡献了全球 85% 以上的供给削减，避免了原油滑向库容耗尽的深渊；OPEC+ 减产执行率整体令人满意，沙特也在持续督促减产不达标的成员国进行补充减产。

图表 218. 2020 年一至三季度全球原油供需同比变动



资料来源：*OPEC*

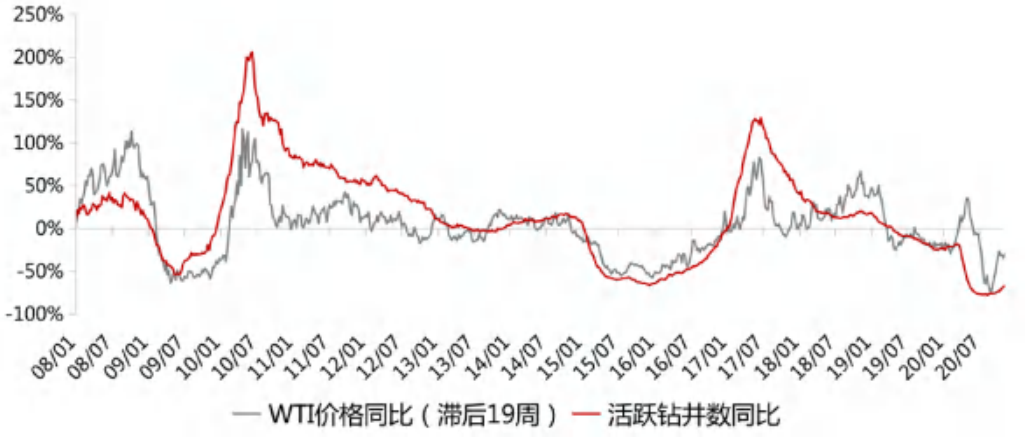
不过在经历近三季度的大幅减产后，不少 OPEC 成员国已是苦不堪言。诸如伊拉克等财政情况较为脆弱的成员国赤字不断加深、民众怨声载道，伊拉克、阿联酋等国已多次表示不愿推迟增产计划或希望得到减产豁免。

如果说危机时刻 OPEC+ 尚能共患难，一旦需求出现企稳好转，各怀异心的成员国恐怕难以维持现有的团结。在需求出现较为稳定的复苏信号后，OPEC+ 减产联盟预计将相应调整减产计划，对于减产执行率的监管也将顺势放松。因此，相较于今年的托底作用，明年 OPEC+ 可能反而成为油价复苏的拖累因素。

6.2.2.2 美页岩油弱势复苏，盈利压力仍然巨大

作为原油供给板块中成本偏高的边际产量，2020 年美国页岩油受创最深。截至目前，至少 40 家页岩油勘探及生产公司破产，涉及超过 540 亿美元的债务。长期以来，美国页岩油活跃钻井数滞后油价约 4 个多月（19 周），但 2020 年页岩油钻井活动的复苏明显滞后于油价，显著弱于 2008 年金融危机和 2016 年价格战的表现，显示相较于此前的短期冲击，疫情对于美国页岩油的行业预期产生了长期而深远的影响。

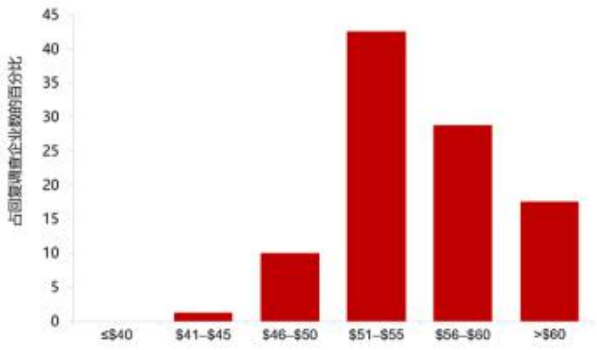
图表 219. 美国页岩油活跃钻井数与油价（滞后 19 周）的同比变化



资料来源：*Bloomberg*，*中国银行*

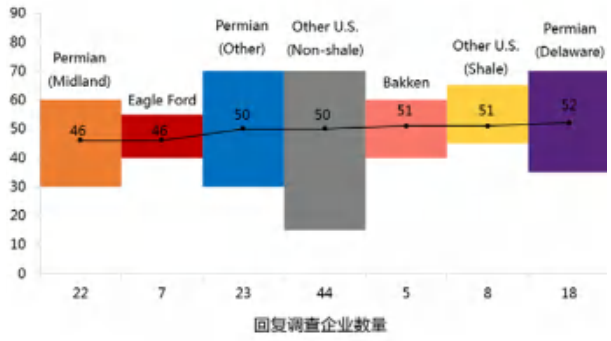
另一方面，虽然油价已从低位大幅反弹，但当前油价仍然明显低于大部分美国页岩油生产商的均衡成本，大部分页岩油生产商认为页岩油钻井活动在 WTI 原油价格高于 50 美元时才会明显复苏，目前看来仍是个遥远的目标。

图表 220. 页岩油预期可大幅恢复生产的油价水平



资料来源：*Federal Reserve Bank of Dallas*

图表 221. 美国原油新增钻井盈亏平衡点



资料来源：*Federal Reserve Bank of Dallas*

从历史上看，美国原油产量与滞后 8 个月的钻井数变化趋势相近，2020 年页岩油钻井活动的下降将在 2021 年一季度逐渐体现到美国原油产量中，因此预计 2021 年美国原油供应的恢复速度会相对较慢。

6.2.2.3 国际巨头面临转型，化石能源投资下降

从 20 世纪中期原油市场萌芽阶段开始，昔日的“石油七姐妹”、今日的国际石油公司（IOC）便一直是原油市场影响力最大的势力之一。本次疫情显著改变了原油需求的发展格局，也促使国际石油巨头加快转型，欧洲和美国国际石油公司已开始分道扬镳。

2020 年三大欧洲国际石油公司——英国石油（BP）、壳牌（Shell）、道达尔（Total）纷纷宣布将从国际石油公司（IOC）转型为国际能源公司（IEC），并发布了碳中和发展战略，不约而同宣布将在 2050 年前实现“净零”排放，而其投资大头也将转向风能、太阳能等清洁领域，对于油气领域的投资将大幅削减。

以埃克森美孚（Exxon Mobil）、雪佛龙（Chevron）为代表的美国国际石油公司则仍坚守传统能源路线，坚持发展化石能源、拒绝减排。然而，拜登政府上台后美国能源政策将迎来 180 度转身（详见下文），在政府和投资者的双重压力下，后续美国国际石油公司未必还能坚持现有道路。

国际石油公司的淡出或许将是一个时代的落幕的标志，在中美欧纷纷踏上碳减排的道路后，传统化石能源市场可能会在下一个 10 年内触顶。

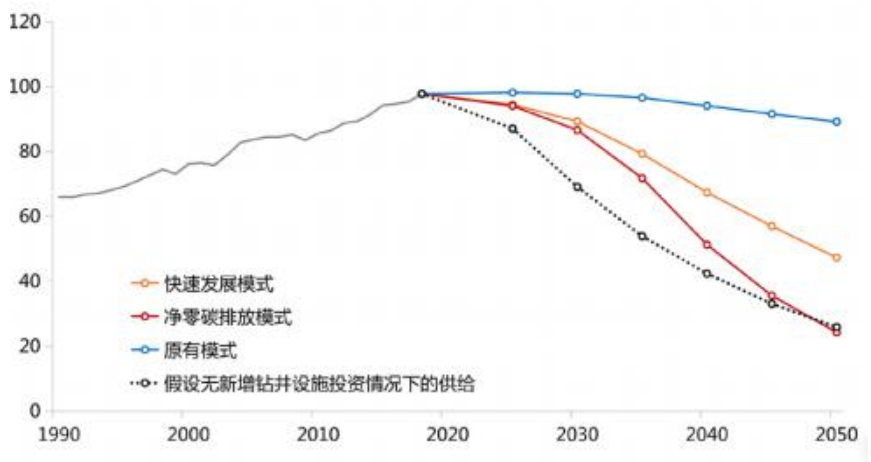
6.2.2.4 拜登新政影响深远，长期格局加速调整

相较于一贯支持传统化石能源的特朗普，拜登的能源政策截然不同。其支持清洁能源和降低碳排放，而其搭档哈里斯的态度则更为激进；此外其外交政策也将对全球原油供应情况造成影响。

针对页岩油行业，拜登政府计划停止联邦土地和水域的钻探许可证发放，从而影响墨西哥州和墨西哥湾等地区的石油勘探活动，将使美国原油产量在 2025 年前最多减少 200 万桶 / 日。

外交方面，拜登曾明确表示如果伊朗重新严格遵守伊核协议，美国将重启伊核谈判，并提出了恢复外交关系的明确路径，与委内瑞拉可能也将恢复谈话。虽然谈判预计仍将面临各方的巨大阻力，但若伊朗和委内瑞拉的原油供应回到市场，将最多带来 300 万桶 / 日的供应增量。

图表 222. 原油生产与消费预测



资料来源：*British Petroleum*

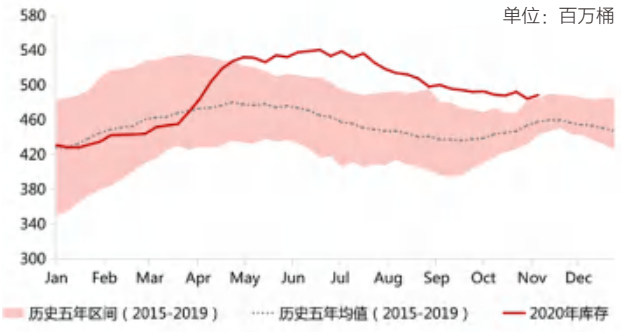
在长期上，拜登政府的政策方向将显著改变美国能源行业结构。其计划重新加入巴黎气候协定，投入 2 万亿美元用于包括输电网、充电桩等公共设施和绿色基建，鼓励清洁能源发展并撤销化石能源领域补贴，在 2030 年前实

现美国生产的公交零排放，2035 年实现电力部门去碳化，2050 年实现碳中和。至此，中、美、欧三大主要原油消费市场均提出了明确的清洁能源替代路径，长期上原油等化石能源的淡出几成定局。

6.2.3 库存维持去化，油市艰难寻觅再平衡

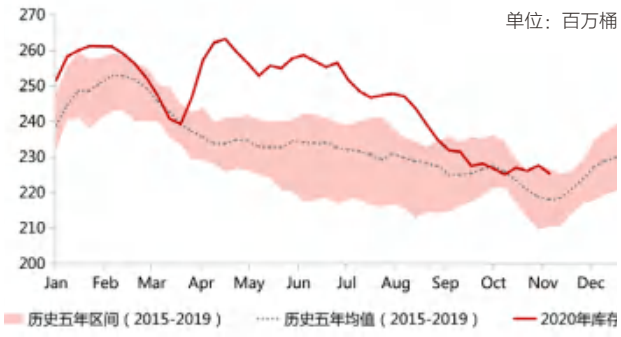
6.2.3.1 库存压力下降，但仍位于较高水平

图表 223. 美国原油商业库存



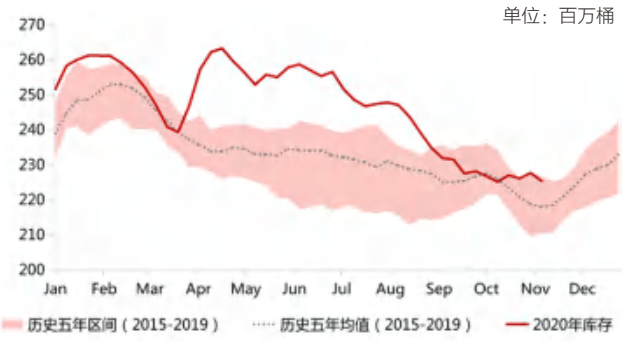
资料来源：*Bloomberg，EIA*

图表 224. 美国汽油库存



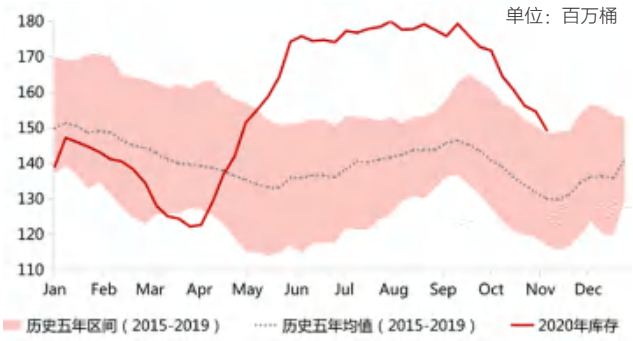
资料来源：*Bloomberg，EIA*

图表 225. 库欣原油库存



资料来源：*Bloomberg，EIA*

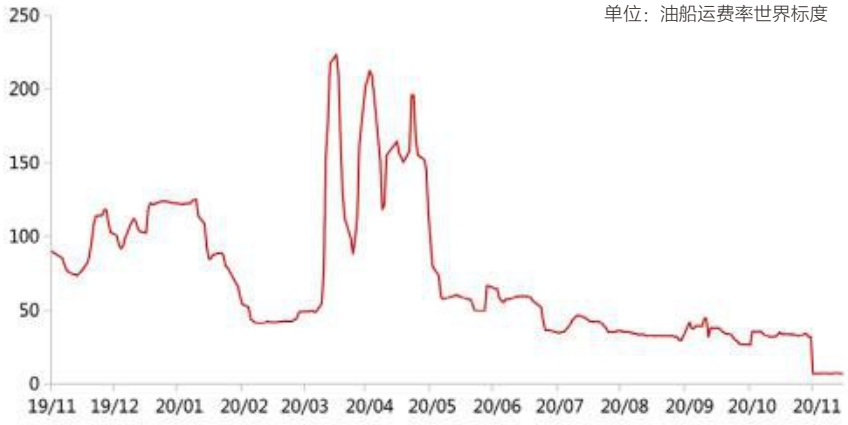
图表 226. 美国馏分油库存



资料来源：*Bloomberg，EIA*

随着疫情进入常态化并配合 OPEC+ 减产，全球原油库存压力自 2020 年 4 月高点明显回落，海上浮仓需求也显著下降，全球库容爆满的恐慌场景预计将不会再现。然而，油市再平衡之路仍然漫长，以美国 EIA 库存为例，原油、柴油库存仍然高于 5 年以来最高水平，汽油库存也处于相对高位，考虑到全球经济增速的明显放缓，油市在 2021 年仍将维持漫长的去库存过程。

图表 227. 中东至中国 VLCC 运费

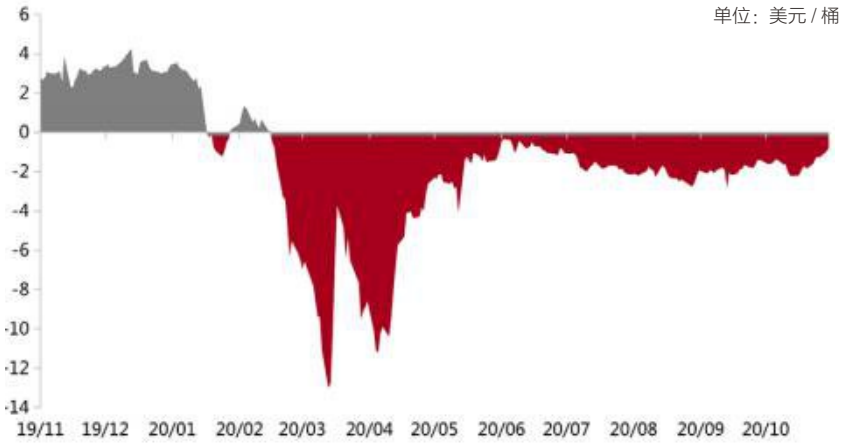


资料来源：*Bloomberg，中国银行*

6.2.3.2 远期曲线走平，关注前端何时逆转

全球原油供给过剩相较于 2020 年上半年已明显改善，远期曲线也随之走平，但自 2020 年 6 月起近端贴水反弹受阻甚至出现下滑，显示当前油市仍然无力改变供应宽松的格局。而正常情况下，原油多处于近端升水（Back-wardation）的远期曲线结构下，现货供需维持相对偏紧的平衡。因此，原油曲线近端结构何时逆转将是油市真正转向的重要风向标。

图表 228. Brent 首行 /6 行合约价差



资料来源：*Bloomberg，中国银行*

总体而言，油市复苏依赖于欧美疫情的有效防控及新冠疫苗的推进速度，若疫苗最终效果理想、欧美疫情在 2021 年上半年得到明显控制，布伦特活跃合约价格有望回到 50-55 美元 / 桶区间。在商品板块中，原油基本面虽相对较弱，但估值低于其它品种、潜力较大，建议可考虑配置部分后端（如 2021 年 12 月）合约。



配置篇

2021 年全球资产配置策略与中行方案

在“东起西落，加速演进”宏观主题下，全球财富加速再平衡，亚洲份额有望提升。 2021 年全球大类资产配置顺序为：大宗商品 、权益、黄金、债券。中国资产，价值重估。全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股和港股；标配美股，警惕拐点。中国银行履行社会责任，引导客户制定合理预期目标，提供科学解决方案。

7.1 宏观主题：东起西落，加速演进

2019 年，我们认为全球宏观主题是“中美分化”，实际情况是以中美分化为开端拉开了“美国与世界分化”的序幕并扮演了主要角色。2020 年，我们认为全球宏观主题是“中美分化，东起西落”，新冠疫情无疑在全球范围做了一次实证检验，用铁一样的事实验证了“东起西落”拐点的出现。2021 年，进入后疫情时代，叠加美国大选白宫主人更迭，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署，这个世界上人口数量最多、成员结构最多元、发展潜力最大的东亚自贸区建设成功启动，标志着逆全球化思潮的受挫和多边主义的胜利，“东起西落”的亚洲时代正在“加速演进”。后疫情时代的全球新格局无疑会加快全球财富再平衡的进程，资产从高度集中于美国单一市场向中美和亚洲其他市场分散有望提速。

7.2 全球资产配置建议：全球财富加速再平衡，亚洲份额有望提升

在“东起西落”的长期趋势及 2021 年“东起西落”的亚洲时代“加速演进”宏观主题背景下，从估值、经济增长、宏观政策等方面去分析全球各种资产，以及基于对未来 3-5 年的长期判断，我们认为，2021 年全球大类资产配置顺序为大宗商品、权益、黄金、债券。疫情之后全球市场回归经济共振复苏基本面；中国经济乘势而上，引领全球；中国资产，价值重估。全球权益优先配置中国股市，超配中国 A 股（谨慎推荐）、中国港股（谨慎推荐）。鉴于流动性宽松和配置需求仍在，建议标配美股，但需警惕美联储政策拐点冲击；欧洲、英国、日本市场，估值有望修复，建议标配。受益于美元流动性外溢，新兴市场中国之外，关注越南。债券方面，鉴于当前可转债估值高企，性价比减弱，建议标配；利率债因经济复苏，货币政策回归正常，建议标配；信用债利差走阔，中资美元债跟随美债，建议标配。美债因收益率低位，经济复苏叠加通胀预期，建议低配（保守）。商品方面，黄金因前有抗疫宽松政策和美元贬值，后有经济复苏和财政刺激通胀预期，预计仍有上升空间但同时需关注行情拐点，建议标配；原油受全球共振复苏拉动，需求回暖，价格有望恢复至疫情大流行前水平，建议标配。货币方面，美元贬值预期强烈，建议低配（保守），超配人民币、欧元（谨慎推荐），加元、澳元、英镑标配，日元保守。

图表 229. 2021 年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度		经济周期	估值（PE TTM）	估值（PE TTM）	政治风险
	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极				
美国（标普 500）			●			复苏	35.64，100% 分位	宽松	中
欧洲（DAX，CAC）			●			弱势复苏	66.37，99.81% 分位	宽松	中高
英国（富时 100）			●			弱势复苏	193.01，99.04% 分位	宽松	高
日本（日经 225）			●			复苏	37.2，97.88% 分位	继续宽松	低
中国 A 股（沪深 300）				●		复苏	15.58，95.12% 分位	中性	低
中国港股（恒生指数）				●		复苏	14.7，99.47% 分位	宽松	中

债券	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极	超 / 低配逻辑
美国国债		●				经济复苏叠加通胀预期使估值高位的美债易跌难涨
中资美元债			●			虽受益经济复苏，但需谨防美债拖累和违约传导
中国：货币市场			●			货币政策稳健中性，利率围绕政策中枢上下小幅震荡
中国：利率债			●			基本面整体承压，政策稳定和供需节奏调整带来阶段性机会
中国：信用债			●			信用环境边际收紧，破刚兑进程稳步推进，结构机会为主
中国：可转债			●			估值偏高，交易监管加强，吸引力下降，应以正股思维注重择券
商品	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极	超 / 低配逻辑
黄金			●			疫情纾困政策，通胀预期助推黄金前期行情，同时应谨慎观察行情拐点
白银			●			与黄金逻辑一致
原油			●			需求缓慢复苏，供给弹性较大，库存维持去化，油价预计温和走升
外汇	看空	保守	标配	谨慎推荐	积极	超 / 低配逻辑
美元		●				美联储宽松延续，前期抗疫力度加大拖累美国经济，后期观察经济复苏力度加快与通胀压力抬升
欧元				●		疫苗上市风险情绪改善，欧盟统一财政的尝试
英镑			●			负利率预期，脱欧仍有不确定性
加元			●			经济恢复势头向好，货币政策延续宽松，油价有望回升
澳元			●			经济探底回升，风险情绪转暖，大宗商品价格回升，中澳关系面临一定不确定性
日元		●				避险需求减弱，经济复苏力度弱于其他发达经济体
人民币				●		国债利差护城河优势，制造业产业链完整，国际收支顺差延续

资料来源：*万得，中国银行*

主要资产观点如下：

7.2.1 权益市场

中国 A 股：我们认为，从中长期趋势看，中国股市从 2019 年的“转折之年”到 2020 年的“转折到复苏”，2021 年正好来到了确认长期向好趋势的关键之年。基于中国资本市场功能定位和股市政策明确、多层次资本市场基本搭建完成，长期向好基础得以夯实。我们预计 2021 年 A 股有望终结“牛短熊长”的历史，演绎“从复苏到复兴”行情并确认未来中国股市长期向好的大趋势。伴随经济复苏，中国核心资产估值较低的比较竞争优势明显，将成为海内外资金配置的优先选择。考虑到注册制后供需两旺格局决定未来市场波动区间相对收敛，经济复苏的进程和行业恢复的进度差异，A 股结构性行情有望呈现轮动的风格特征。鉴于优势资管产品近年来具备明显的阿尔法，建议通过配置优势产品实现对 A 股的超配（谨慎推荐）。

中国港股：长期以来国际资金存在低估港股的倾向，但随着香港局势的稳定，内地经济及香港经济复苏带来上市公司基本面的改善；一方面，中概股回归丰富了香港市场上市公司类别，科技公司占比逐年提高，一些全球稀缺的独角兽更是成为吸引国际资金投资中国的最佳选择；另一方面，南下资金在香港市场的持股比例逐年增加，交易份额提升，内地资金在港股中的影响力逐年提升，港股定价权有望回归，建议超配（谨慎推荐）。

美国：美国大选落幕，预计 2021 年拜登政府上台优先控制疫情后陆续推出刺激计划，随着疫苗加快应用，美国经济将迎来持续复苏，供需缺口有望收敛。但疫情期间超常规的刺激政策也将给美国带来通胀压力，尽管美联储据此收紧货币的概率较低，我们仍需要对此保持密切跟踪。美股方面，2009 年以来的牛市，让美股估值高企，且科技股与价值股的估值分化处于近十年高位。我们预计 2021 年美国估值仍将保持高位，EPS 受益经济环境将有所上行，

市场风格或将向价值股切换，建议维持标配。

欧洲: 欧元区主要国家经济基本面有所反弹，近期反弹趋势逐渐放缓；但疫情未散，要恢复至疫情前的水平还需时日。在此背景下，欧元区及其主要国家大概率会保持当前相对宽松的货币政策，这给欧元区的权益市场更多信心。在其主要国家中，德国经济基本面表现最为亮眼，英国股市 PB（市净率）处于相对低的百分位，且有被动补涨的需求。因此，整体而言，欧洲股市的未来并不悲观，中性偏积极，建议标配。具体配置权重方面，可重点关注德国和英国的机会。

日本: 日本经济和企业盈利较疫前仍有差距，2021 年 日本经济受益于全球尤其是亚洲经济复苏，高估值有望修复，同时全球流动性宽松环境和日股估值的相对优势，日本股市上涨态势有望延续，但幅度有限。

新兴市场: 新兴国家权益市场在美元贬值周期过去均跑赢发达国家市场，2021 年美元指数大概率处在美元贬值周期之中。鉴于越南在新兴国家中疫情控制较好，部分承接中国低端产能转移，学习效仿中国改革开放政策等。我们今年重点观察了越南市场，但鉴于其市场容量较小且产品缺乏，我们并不建议配置，仅供我行在越南有业务的客户参考。

7.2.2 债券市场

中国货币与现金市场: 预计 2021 年，货币政策预计延续稳健中性基调，总量宽松有限，政策侧重实体，相机决策和预调微调将是主要方向，货币市场利率中枢维持在 2.4%-2.8% 区间。

中国利率债: 2021 年利率债将在经济复苏的基本面压力下震荡筑底，收益率仍存向上的压力，但得益于 2020 年风险的大幅释放，2021 年利率债下跌的幅度或有限。此外，货币政策正常化的过程中仍要注重支持实体，且供给节奏调整和外资配置力度的加大将给利率债带来阶段性投资机会。整体来说年初偏交易机会，年尾或出现趋势信号，建议标配。

中国信用债: 经济复苏和稳杠杆的政策下，2021 年信用环境或边际收紧，弱资质主体承压，信用利差将大概率走阔；监管层稳步打破刚性兑付，基于主体资质差异的信用分层预计将持续，信用债投资中更需关注主体本身，谨慎资质下沉，建议标配。

中国可转债: 估值偏高，叠加交易监管加强，可转债将从普涨走向结构性行情，估值进一步提升的空间有限，需要围绕基本面，用“正股思维”择优布局。但近年来可转债市场的活跃度持续提升和机构“固收 +”策略盛行，可转债作为一个独特的投资品种，长期仍有配置价值，建议标配。

中资美元债: 2021 年中资美元债受美债影响难有亮眼表现，高收益品种虽受益于经济复苏或表现尚可，但当前利差保护有限，人民币升值预期偏强，投资优势减弱，建议标配。

美国债券: 已处于历史高位的美债在经济复苏和通胀的预期下，长端收益率面临上行压力，但美联储货币政策拐点信号未明，美债短端表现或好于长端，建议保守。

7.2.3 汇率

人民币: 升值空间打开，重心上移。从疫情控制、国债利差、制造业综合优势、本币需求几个角度看，人民币汇率面临的基本面较为良好。展望明年乃至未来几年，人民币很可能步入较长的升值周期。随着人民币国际化程度的加深，全球认同度的提高，人民币的国际地位有望与全球第二大经济体的身份相匹配。期间关注中国央行相关汇率政策以及拜登上台后中美关系走向，建议超配（谨慎推荐）。

美元: 积弱难返，节奏前低后高。拜登当选与全球经济复苏的乐观预期带来的风险偏好提升，疫情导致的美元信用

下滑以及美国与非美主要经济体趋向收敛的货币政策对美元产生压力，但美国经济恢复的韧性或使得美元指数下行空间相对受限，2021 年下半年随经济复苏加快以及通胀抬头可能驱动美元阶段性反弹，预计 2021 年美元指数维持低位，节奏前低后高，建议低配（保守）。

日元：强势难续。全球主要经济体大概率同步开启复苏，各国央行仍将延续宽松基调。在此背景下，各国国债收益率曲线可能进一步陡峭化。而由于日本经济相对缺乏弹性，叠加日本央行在长端国债收益率上的目标控制，将使得日本本国的长期国债收益率水平与其他国家的长期国债收益率水平差值拉大，对于日元汇率产生一定压力。此外，2021 年新冠疫苗很可能推出，若疫苗推出后对于疫情的防控效果显著，市场的风险偏好也将会提升，也不利于避险货币。在利差走阔、疫苗有望上市的情形下，2021 年日元汇率整体上难续 2020 年的强势，疫苗推出的时间点以及具体效果将成为日元汇率阶段性重要扰动变量，建议低配（保守）。

欧元：有望突破上行。在新冠疫苗推出后若确实有助于遏制疫情蔓延，我们认为全球经济复苏的概率将加大，风险情绪改善将助力欧元延续涨势突破上行。欧洲复苏基金的落实也将成为欧盟尝试建立一个紧密财政联盟的巨大进步，并将有利于扶助欧元区经济复苏。在通胀方面预计欧元区 2021 年总体通胀将继续回升脱离负值区域。而疫情期间欧洲被压抑的消费需求和高储蓄率将在 2021 年春季推动经济的强劲复苏反弹，欧元整体看涨，建议超配（谨慎推荐）。

英镑：谨慎乐观。英国将于 2021 年正式退出欧盟市场，英欧双方目前在积极展开会谈，争取在 2020 年内达成贸易协议，以开展有序的贸易活动。目前市场对英欧双方达成协议，并在 2021 年维持稳定的贸易关系保持乐观，英镑有所走强，但困扰英镑的不确定因素依然存在。随着疫情逐步平稳，市场风险情绪预计会继续回暖，将在 2021 年上半年成为英镑上涨的动力，不过英国本身的经济恢复速度和英欧贸易关系疑虑可能会限制英镑的涨势，建议标配。

加元：有望温和攀升。加拿大经济和货币政策与美国有较强的关联，美国经济若不能尽快复苏，加拿大经济很难有所表现，同时加拿大央行不断表示在 2022 年之前，央行将保持宽松的货币政策，加元料将一直受制于基本面因素的压制。但考虑到全球经济 2021 年复苏是主基调，更重要的是国际油价的上行将对加元形成提振，在疫苗有望成功研发并推广的预期下，美国及加拿大经济或有超预期复苏的可能，令加元 2021 年呈现温和回升的态势，建议标配。

澳元：走势料强势震荡。在中澳贸易未出现进一步恶化的前提下，由于澳洲疫情控制相对较好，澳洲经济有望在主要发达国家中呈现平稳增长态势。同时，伴随着经济的稳步复苏，澳洲央行对待宽松货币政策犹豫的态度及相较于其他发达国家更小的量化宽松规模，叠加以铁矿石为代表的大宗商品价格有望持续反弹，这都有利于澳元维持相对强势。但考虑到中澳贸易争端仍有诸多不确定性因素，同时美元指数在 2021 年后半年可能仍有韧性，澳元反弹很难一蹴而就，强势震荡或将是主基调，建议标配。

7.2.4 商品市场

黄金：2021 年黄金仍将受益于疫情纾困政策，下阶段涨势将由通胀预期接棒货币政策预期作为主动力。同时，耶伦治下的美国财政部或将加码财政政策的宽松，将当前美财政部存放在联储高达 1.5 万亿美元一般性存款余额中的大部分释放到市场中，助推通胀数据改善美国的失业率。总体而言，2021 年的黄金市场仍将受疫情相关事件影响波动较大，上半年看涨黄金再创高点，三季度开始利好逐步兑现，应谨慎观察行情拐点。

白银：白银在 2021 年走势整体与黄金同步，上半年同样受通胀预期推动。年初美国通胀数据受基数效应影响，在美联储提高政策容忍度之后，预计将展现出阶段反弹的形态。同时，我国经济的率先复苏已经给全球经济带来希望，特别是商品普涨，终将传导至通胀数据。但该品种弹性较黄金更大，2021 年的波动率或有进一步提升，中长期价格拐点的隐忧可能在下半年出现。

原油：2021 年全球原油需求预计将继续缓慢复苏，欧美有望接力中国贡献边际增量，中间馏分油需求改善潜力较大；

供给端弹性较大，OPEC+ 减产程度或将视油价反弹情况动态调整，美国页岩油行业仍将面临较大盈利压力。同时，全球能源市场正加速向清洁能源转型。预计 2021 年油价将温和反弹，布伦特活跃合约价格有望回到 50-55 美元 / 桶区间。

7.3 中国银行解决方案

7.3.1 我们的配置理念

中国银行致力于通过自身的专业资产配置能力，力求按照客户对自身投资组合的安全性和流动性需求构建投资组合，引导客户制定合理预期，并通过长期投资达成其目标，树立科学的财富管理理念，避免落入各种非法投（集）资陷阱，加强国民财商教育，倡导通过专业金融机构的产品与服务，达成客户风险预算范围内的最佳组合收益目标，帮助增加居民财产性收入，促进消费并推动中国经济从高速发展向高质量发展战略转型，履行社会责任。

我们鼓励投资者运用资产配置理念进行长期投资达成自身财富管理目标，我们对客户的大类资产（战略资产）配置比例在一段时间内原则上保持稳定，如果我们研判大类资产没有趋势性逆转，通常不调整战略资产配置比例。因此，我们建议投资者不必过度关注短期市场波动而频繁调整自身战略资产比例，可参考我们的建议保持战略资产配置比例相对稳定的同时，结合市场波动调整战术资产配置的结构以及产品购买的节奏（即进行同等风险属性产品的新旧转换或重检优化）。

为更好的服务于中国银行客户资产配置工作，我们构建了与之相适应的策略服务体系，形成了“中国银行个人金融全球资产配置白皮书”，“中国银行个人金融资产配置策略季报”、“中银资产配置策略周报”和“中银资产配置日报”的投资策略服务架构，分别从客户长期战略资产配置、中期战术资产配置、短期产品最佳时机选择等视角为客户资产配置提供全流程服务。

7.3.2 我们的资产配置方法论

中国银行私人银行采取“1+1+1”管家式金融服务模式，即一名专属的私人银行家 + 一名专属私人银行投资顾问 + 一个专业化全球金融服务平台；中国银行个人金融全球资产配置服务流程包括：了解客户现状与资产配置目标、评估现状与目标匹配度、拟定资产配置方案、实施资产配置计划、重检与优化 5 个步骤。我们根据个人客户风险偏好、资产配置目标等核心参数为资产配置的起点，发挥中国银行投资策略专业比较优势，全球化产品与服务平台独特优势，人工智能与大数据系统优势，基于对未来 1 年全球大类资产配置观点，将客户资产在现金管理类、偏债净值类、股债平衡类、偏股权益类和另类资产类上按照一定规则进行科学配置，构建不同类型客群的策略跟踪组合（策略 β 组合），并在未来的中银资产配置“周报”、“季报”中根据市场变化进行动态调整，指导客户分步实施并最终达成其财富管理目标。

7.3.3 我们的 2021 年资产配置解决方案

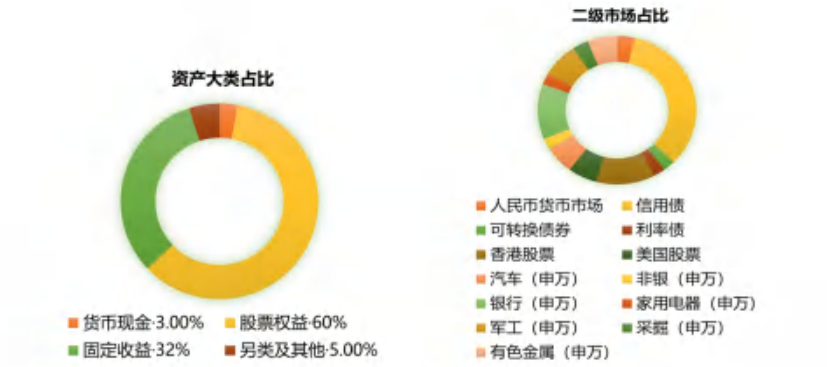
中国银行将个人客户风险偏好划分为 C1-C5 共 5 个风险级别，分别对应风险偏好为低风险、中低风险、中等风险、

中高风险和高风险 5 类客群。本系列资产配置方案将大类资产划分为：货币现金、固定收益、股票权益、另类及其他四类。具体到产品层面，按不同风险划分为 R1-R5 共 5 个风险等级，分别对应低风险、中低风险、中等风险、中高风险和高风险 5 个产品风险等级。我们将结合本白皮书对 2021 年全球各类资产的走势研判，聚焦到我们最看好的各类资产和行业构建策略跟踪组合（策略 β 组合），还会依托中国银行强大的产品与服务平台，精选各个资产领域优势的产品帮助客户构建投资组合（产品组合），力争为客户赚取更多的超额收益（阿尔法 α），最终通过投资策略与产品的完美结合更好地实现客户资产配置的目标。

7.3.3.1 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案

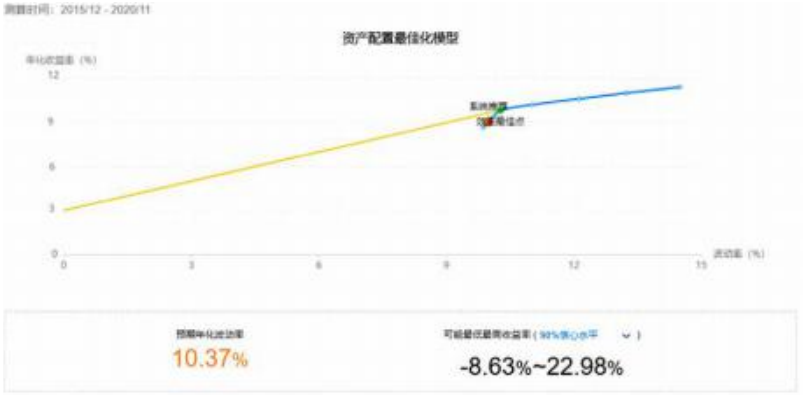
本资产配置方案为我们对 C4 及以上风险偏好客户，基于 2021 年白皮书观点建议的大类资产配比和细分行业组合。根据客户风险偏好较高的特点，按照 10.37% 年化波动率的风险预算，我们大幅增加偏股权益类资产配比，适度降低股债平衡类资产配比，大幅降低偏债净值类和现金管理类资产配比，并在聚焦二级分类资产选择时主要配置高端制造、周期性行业，力求在风险预算范围内博取更高收益。经测算，我们认为此类客群 2021 年的理性预期收益率区间为 -8.63%— 22.98%。本战略配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合收益情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

图表 230. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案



资料来源：中国银行

图表 231. 2021 年 C4 及以上风险偏好客户资产配置方案最佳模型置方案

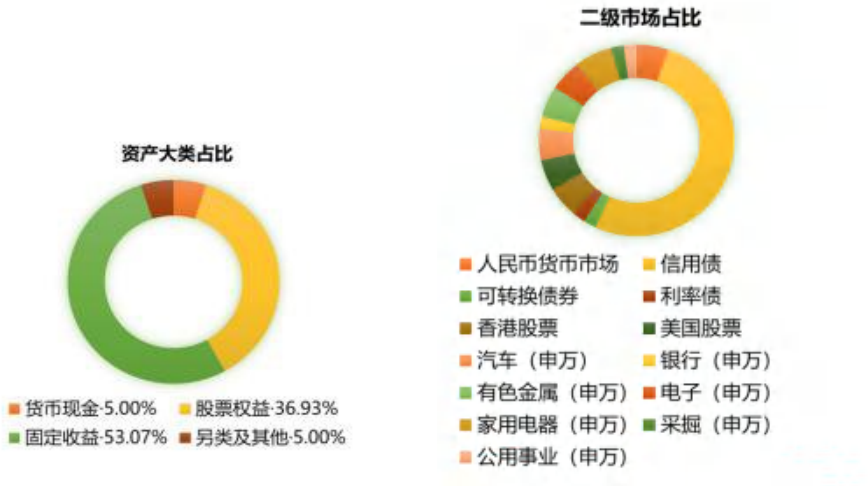


资料来源：中国银行

7.3.3.2 C3 类风险偏好客户资产配置方案

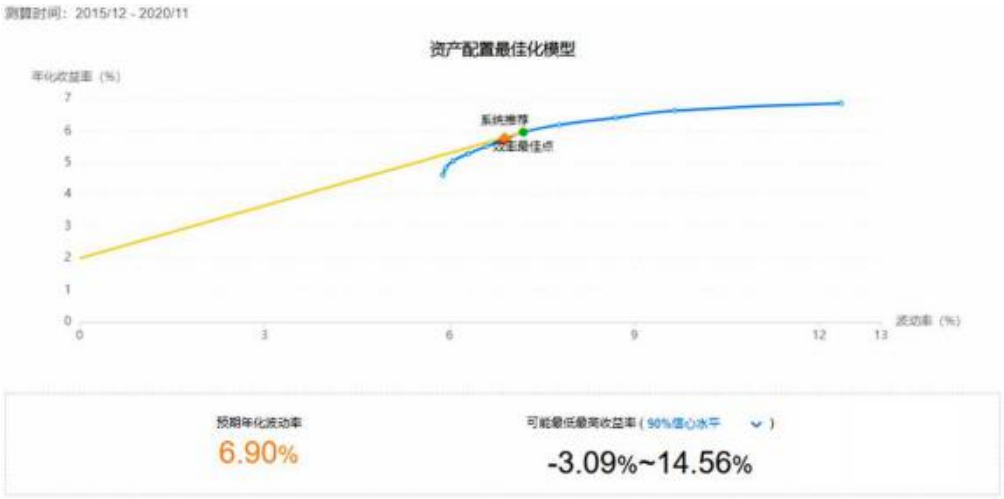
本资产配置方案为我们对 C3 类风险偏好客户，基于 2021 年白皮书观点建议的大类资产配比和细分行业组合。根据客户风险偏好为中等风险的特点，按照 6.90% 年化波动率的风险预算，我们在适当降低偏股权益类资产配置，将股债平衡类资产作为主要的配置对象，并在二级分类资产选择时配置了攻守平衡的行业，力求在适中的风险预算范围内博取均衡的收益。经测算，我们认为此类客群 2021 年的理性预期收益率区间为 -3.09%—14.56%。本战略配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合净值情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

图表 232. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案



资料来源：中国银行

图表 233. 2021 年 C3 风险偏好客户资产配置方案最佳模型

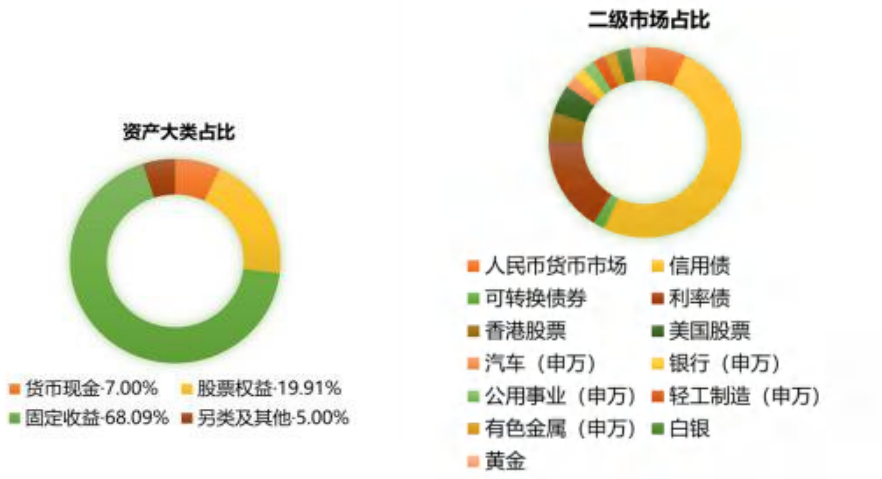


资料来源：中国银行

7.3.3.3 C2 类风险偏好客户资产配置方案

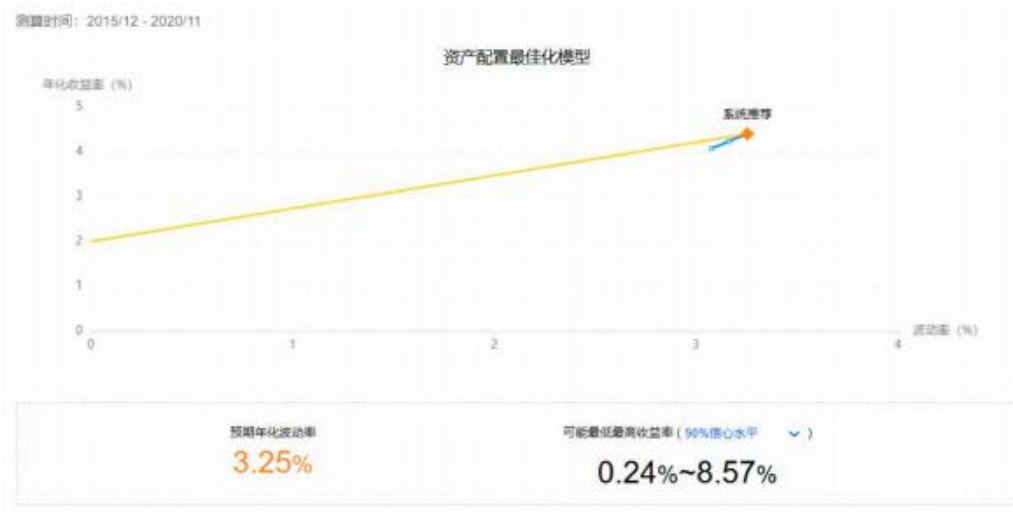
本资产配置方案为我们对 C2 类风险偏好客户，基于 2021 年白皮书观点建议的大类资产配比和细分行业组合。根据客户风险偏好为中低风险的特点，按照 3.25% 年化波动率的风险预算，我们大幅降低偏股权益类配比，适度降低股债平衡类资产配比，大幅增加偏债净值类资产配比，并在二级分类资产选择时主要配置高股息以及防御性行业，力求在较低的风险预算范围内获取稳健的收益。经测算，我们认为此类客群 2021 的理性预期收益率区间为 0.24%—8.57%。本战略配置方案发布后，中国银行投资策略研究中心可根据市场走势在战术层面做不定期调整，并将持续监控组合净值情况及相关风险指标，定期回检，适时优化，力求最佳。

图表 234. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案



资料来源：中国银行

图表 235. 2021 年 C2 风险偏好客户资产配置方案最佳模型



资料来源：中国银行

风险提示及免责声明

本报告由中国银行投资策略研究中心专家撰写，署名分析师完全基于公开信息资料，秉承独立客观公正的分析立场，以勤勉尽责的职业态度，坚持专业和深度价值研究，但不能保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告中包含的观点或估计谨代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。


中國銀行


中国银行
BANK OF CHINA
私人银行
PRIVATE BANKING