

## 一、 交银施罗德基金首席策略师马韬： ——权益市场展望及配置建议

## 二、 交银施罗德基金固收分析师张顺晨： ——债券市场展望及配置建议

## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

### 一、中国权益市场展望及配置建议

- ◆ **2021 年权益市场或将先整固、再向好:** 基于基数效应, 目前市场一致预期认为 2021 年经济增长前高后低、通胀压力整体不大, 当前市场也是按这一逻辑演绎, 认为市场机会主要出现在上半年, 风险主要在下半年; 然而以同样是从经济底部修复的 2010 年经验作为参考, 同比基数对经济和市场走势存在误导, 国内外经济体环比走势见顶均在同比之前, 经济与市场演进远比同比基数复杂, 财政、金融和货币政策的退出效应将使得经济复苏之路格外曲折。当前国内经济、价格、信用和流动性状况可能并不支持经济和市场的持续加速修复, 2021 年上半年需要一段时间的整固, 等待经济内需外需重新平衡、原材料和产成品价格结构重新理顺、信用风险重新定价、流动性从中性偏紧转向中性偏松等关键变化, 投资者可能需要做好防守反击准备。2021 年初跨年阶段股债有望受益于流动性短期改善, 但后续随着信用派生放缓、大类资产格局可能逐步转为债强于股。由于 2021 年一季度后信用才可能重回温和扩张, 因此 2021 年权益市场大概率先抑后扬。海外疫情、经济、财政、金融与流动性在 2021 年上半年也存在阶段性风险, 将拖累国内市场表现。
- ◆ **2021 年风格阶段性将由顺周期回摆至逆周期风格, 下半年关注大金融:** 尽管 2020 年下半年顺周期风格因疫情好转、全球恢复、贸易份额提升以及制造业投资触底等诸多因素显著跑赢, 但在信用派生显著减速阶段较难持有跑赢。参考信用环境波动较大的 2018 年上半年, 医药、食品、公用事业等逆周期风格体现出了更强的走势, TMT 和军工等高弹性板块也出现阶段性反弹, 而顺周期板块即使在央行降准、二季度商品价格创新高的状态下也缺少超额收益, 核心原因是信用下行环境下仅有逆周

## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

期风格标的能够维持较为稳定的现金流，叠加流动性改善后对标的估值容忍度的提升，逆周期风格从分子盈利端和分母估值端均阶段性占优。2021 年下半年随着金融供给侧改革深化、银行表外净值化转型加速以及疫情后残留信用风险被市场充分定价，大金融板块尤其是银行板块有可能出现较好配置机会，港股市场极度被低估的金融板块有望复制 2016 年式的修复行情。

- ◆ **2021 年海外环境不确定性较大，中国将延续“孤独复苏”：** 尽管不同技术路线的疫苗均逐渐完成临床并投入使用，为战胜疫情带来了希望，但在亚洲之外的北半球各国新增感染人数频频创出新高，疫苗与疫情之间的抢跑十分胶着，生产产能、物流容量、分发效率、民众接受度和不良反应等细节问题频繁发生，2021 年上半年就全面完成免疫接种，整体经济活动和社会生活立刻恢复正常的概率有限；于此同时，国际货币基金组织预测疫情给海外主要经济体留下的是未来 5 年都无法修复至疫情前的赤字率和历史最高的杠杆率，财政可持续性压力陡增，主权信用风险发生概率上升，维持前期刺激力度不易。2020 年史无前例的发达国家财政刺激规模将给 2021 年带来同样显著的财政退坡效应。刺激政策退坡确定性上财政政策最强，针对私人部门的信用和担保政策其次，货币政策在最后。各国实际上并不需要收紧货币以遏制局部经济与资产价格过热，引导财政退坡即可达到目的。财政渐进退出时流动性将阶段性保持充裕，金融资产价格将会受到相对提振，效果好于直接收紧货币。总体来说，2021 年大概率中国经济仍将维持领跑全球，延续“孤独复苏”概率偏大，外需对国内带动幅度整体温和，外资配置国内市场意愿仍较强。
- ◆ **2021 年加速构建“双循环”高质量发展格局：** 长期以来，全球化经济循环的基础

## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

是分散于全球各地的生产与消费、连续高效的物资供应链与人员流动以及统一且稳定的金融系统。疫情期间生产与消费的停滞、物流与人流的中断以及伴随这两者而生的金融系统停摆给全球化经济循环带来前所未有的挑战，未来即使疫情降温，由于外部环境在较长时间内保持不确定性，加速构建以内循环为主的双循环格局至关重要。内需的稳定依赖于产业结构的调整，以农业、食品和医药为代表的居民必需消费，以军工和机械为代表的科技自主可控，以非银金融为代表的创新融资机制将成为支撑经济结构向内需主导稳定转向的新三驾马车，将成为 2021 年值得关注的重要赛道。

## 二、中国债券市场展望及配置建议

- ◆ 展望 2021 年，经济增长动能将从疫情后以基建、地产拉动的逆周期因素逐步切换到以消费、制造业拉动的顺周期因素，出口受到疫苗接种和海外复苏影响韧性相对较强。预计经济运行回归正常轨道，同比在基数效应下冲高回落，环比增长先稳后弱，下半年压力或大于上半年。在稳定宏观杠杆率定调和政策不急转弯下的环境下，2021 年或呈现信用环境边际收紧、货币条件先紧后松、通胀趋势先上后稳的格局。对于债券市场，我们认为明年整体机会大于风险，利率债相对优于信用债，二季度前后经济环比趋弱、货币政策重回宽松后，债市的趋势性配置价值或将显现。
- ◇ 首先，基本面方面，目前市场对于经济增速同比前高后低已经形成一致预期，但对于环比的节奏存在一定分歧，主要差异点在于国内政策退出的节奏和海外疫苗、疫情的进展。我们认为出口可能是市场有较大预期差的部分，2020 年中国凭借领先的疫情控制能力和较为完备的产业链，获得了出口份额的明显提升；明年随着疫苗

## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

落地,海外经济或开启复苏行情,叠加补库存效应,全球贸易需求将显著增长,但与此同时海外供给恢复也会挤压我国出口份额。我们对明年出口相对乐观,海外疫苗大范围接种最早要到二季度之后,上半年出口或将保持韧性,下半年即使海外供给恢复,由于产业链优势和规模效应,出口份额也将高于疫情前水平。地产和基建的逆周期力量在疫情后发挥了重要作用,2020年三季度之后随着经济好转而逐步转弱。展望2021年,我们认为随着地产融资“三条红线”的收紧、以及财政刺激力度的下降,地产投资和基建投资增速中枢或将下滑。制造业投资受到库存相对低位、利润增速回升的拉动,预计将继续保持强势,此外出口的高增速也将促进制造业企业的技改投入。消费是疫情后恢复较慢的部门,主要受到居民收入差距加大、线下消费乏力的影响,在2021年疫苗逐步落地、收入分配结构改善后,消费内需的增长空间值得期待,或将成为带动经济增长的主要驱动力。

- ◇ **通胀方面**, 预计2021年CPI和PPI的分化将逐步弥合,全年出现明显通胀的概率不大,但工业品价格或将支撑PPI和CPI非食品项温和回升。预计全年CPI中枢在1%附近,猪周期的下行部分对冲需求侧的修复,食品与非食品走势呈现一降一升。节奏上预计2021年CPI将温和上行,5月份在猪价和油价的基数效应下录得阶段性高点后回落,四季度仍有小幅回升压力。PPI方面预计将延续回升态势至少到明年二季度,同比先上后下,考虑到国内政策退出较早和供应相对充足,预计PPI难以大幅走高。乐观假设下PPI在明年3月份转正,全年中枢预计在1.5%附近,后续重点关注全球补库存周期共振下的大宗商品价格上涨幅度。
- ◇ **再次**, 从流动性来看,经济工作会议定调货币政策“灵活精准、合理适度”,预计

## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

2021 年政策将延续回归正常化的进程，资金利率或小幅高于 2020 年。在央行重提总闸门和稳定宏观杠杆诉求下，稳货币紧信用或为政策主基调。上半年在国内外经济共振和通胀回升的背景下关注货币政策边际收紧的可能，下半年随着经济下行压力加大，通胀水平触顶回落，政策或将逐步趋于宽松。我们预计本轮信用扩张周期的拐点已经在 2020 年 10 月份出现，2021 年全年均呈现信用边际收缩的态势，其中二季度下行压力较大。

- ◇ 最后，明年国内外政策变化也将对经济增长和流动性预期产生较大扰动，尤其是美国新总统拜登上台后的政策取向、以及资管新规过渡期结束前的监管变化。针对当前疫情冲击，美联储点阵图显示在 2023 年以前不会加息，并且修正 QE 退出的前瞻指引，市场对货币政策宽松的预期更强。拜登政府希望通过较大规模的财政支出，但大概率受到分裂国会的制约，我们预计海外政策退出将较为温和，疫情后的复苏仍有支撑。此外，资管新规过渡期延长到明年底，理财整改带来的流动性压力不容忽视，可能会边际影响下半年的信用债需求和非标收缩节奏。

### ◆ 配置建议：

- ◇ **把握阶段性行情、合理利用杠杆、严控信用风险。**
- ◇ **把握阶段性行情：**如上分析，我们预计 2021 年债券市场在经济增速前高后低的影响下，或呈现收益率冲高回落的态势，可以在把握趋势性拐点的同时，依据增长和流动性的预期差参与波段博弈机会。站在目前时点来看，基本面和流动性尚不支持债券收益率大幅下行，但在央行维稳跨年流动性的前提下中短端品种有一定相对价值。债券的趋势性拐点需要紧密跟踪信用收缩对实体经济的负反馈，以及海外供需



## 交银施罗德基金 2021 年宏观策略展望报告

缺口变化对我国出口的负面拖累。上半年债市的主要风险点在于通胀超预期上行引致货币政策收紧，下半年的主要风险点疫苗落地后国内外需求复苏共振。

- ◇ **合理利用杠杆：**2021 年政策的主基调仍然是回归正常化，虽然经济受基数效应影响存在较大波动，但在跨周期调节思路下，货币政策或将整体以稳为主。考虑到央行增加总闸门表述并且不再提流动性合理充裕，关注在经济和通胀较高的时点，资金利率阶段性抬升的风险。我们预计明年政策利率调整的概率不大，但由于超储率处于低位，银行间分层现象或较为明显，R007 与 DR007 的利差中枢或将高于 2020 年。随着债券收益率不断调整，目前杠杆套息空间仍在，建议在保持组合流动性的前提下合理利用杠杆。
- ◇ **严控信用风险：**目前信用利差处于相对低位，市场风险偏好在永煤事件冲击下普遍下行，信用下沉策略或同时面临流动性风险和信用风险，性价比相对较低。2021 年在信用环境边际收缩叠加债券到期压力较大，低等级债券信用利差存在持续走扩压力，建议控制信用债久期并严控信用风险。个券方面需要严格规避短期债务到期压力较大、再融资不畅的弱资质国企，以及非标融资占比较高、债券负担较重的城投平台。此外，需要警惕 PPI 和社融同步下行时期，信用风险事件集中暴露的尾部风险。

交银施罗德基金首席策略师马韬、固收分析师张顺晨

### 免责条款：

本报告为研究人员依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述具体证券买卖的出价或征价。

### 转载条款

本报告版权归交银施罗德基金管理有限公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。