

固定收益研究/年度策略

2020年11月23日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张健 SAC No. S0570119030012
联系人 010-56793949
zhangjian014971@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：“低利差”时代的风险与坚守》2020.11
- 2《固定收益研究：在短期逆风中迎接中期转机》2020.11
- 3《固定收益研究：接受平凡，着力个券》2020.11

从“全守全攻”到“强弱切换”

2021年资产配置展望

2021年展望：从“全守全攻”到“强弱切换”

2020年疫情是主线，流动性驱动是核心特征，大类资产“全守全攻”。2021年，经济有望渐次修复+温和再通胀，货币、财政政策先后常态回归，宏观流动性弱化。预计资产波动率降低、相关性弱化，盈利驱动逐渐取代估值驱动。配置策略上，我们认为明年一季度前全球定价的大宗商品>A股>中国国债>黄金>美债，中美复苏周期错位利好人民币，二季度关注股债强弱切换可能。股市需降低回报预期，挖掘结构性机会+防切换，债市短期逆风、中期或有转机，信用债短期关注错杀机会、弱国企和尾部城投信用利差重估，宏观环境对有色、原油等顺周期大宗商品较为友好。

基本面：经济渐次修复与政策正常化

“正常化”或成为2021年主导市场的核心主题。经济基本面上，我国明年仍将总体延续渐次修复、再通胀的格局，货币、财政逆周期政策常态回归，顺周期力量接棒。出口有望从“订单转移”过渡到“总需求回升”或仍保持韧性，消费与制造业进入良性修复循环，但地产去金融化或带来地产投资强周期拐点，社融增速或阶段性见顶。海外全年修复进程对国内有追赶效应，但宽松货币政策和负利率困局仍待解。十四五规划、中美关系、疫苗进展等是明年的核心变量。

流动性：宏观流动性将弱化

狭义流动性角度，目前货币政策的基调仍中性，资金面“不缺不溢”，但继续收紧的概率略大于重新放松。海外央行货币政策边际收敛，但总体全球流动性仍处于宽松周期中。广义流动性角度，政策退潮下信用扩张速度可能放缓，财政政策回归常态、地产去金融化等约束融资主体，商业银行资本金约束和缺存款、债券市场信用风险事件等制约融资渠道。总体看明年或由紧货币宽信用逐渐向紧货币紧信用过渡，历史类似时期来看，商品总体偏强，股市略好于债市，但随着阶段演进，股债间也可能逐渐出现强弱切换，明年二季度经济数据基数效应高点后货币政策的反应值得关注。

市场风格：“全守全攻”时期的结束

今年在疫情及相应的宏观政策等“全局变量”的影响下，市场整体变向较快、波动加大、跨资产相关性较强、抱团效应突出，整体呈现“全守全攻”的风格。但我们认为明年前述“全局变量”的淡出节奏都将相对温和，资产高波动率、高相关性难以持续。而在基本面与投资者偏好逐渐向顺周期过渡的过程中，由于相关板块包含范围更广，对部分“疫情免疫”但估值透支较多的成长股也能起到分流作用，抱团现象可能得到缓解。相对价值角度，股市估值略高于债市且行业估值分化明显，周期品、低价股的性价比更好，债市收益率水平、息差、中美利差等价值正在修复。

资产配置展望：短期交易复苏，中期关注轮动

历史上复苏→过热过渡期商品、权益类偏强，周期股逐渐胜过成长股，人民币偏强。战略配置角度，复苏交易是底色，盈利驱动超过估值驱动，顺周期短期接棒“疫情免疫”资产。战术配置角度，明年一季度前全球定价的大宗商品>A股>中国国债>黄金>美债，股市需要降低回报预期，挖掘结构性机会、防范二季度可能的切换。债市短期逆风，中期或有转机，利率债或维持震荡格局，信用债防守和避险是主流策略，关注品种、骑乘等小机会。转债整体行情概率不高，着力挖掘个券机会。明年黄金或受制于实际利率上行，总体震荡偏弱，宏观环境对有色、原油等顺周期品种更友好。

风险提示：全球疫情再度扩散；国际地缘政治冲突；监管政策超预期变化。

正文目录

| | |
|---|----|
| 回顾：疫情冲击下“不寻常”的一年..... | 3 |
| 今年市场的三阶段：“现金为王”→“确定性为王”→复苏交易..... | 3 |
| 1-3 月：“避险”主题下“现金为王”..... | 3 |
| 4-7 月：流动性充裕主题下的“确定性为王”..... | 4 |
| 8 月至今：复苏交易下的“风格切换”..... | 4 |
| 基本面：经济渐次修复与政策正常化..... | 6 |
| 经济基本面：渐次复苏+温和再通胀..... | 6 |
| 政策：从货币到财政政策，逐渐回归常态..... | 9 |
| 核心变量：美国大选后政策、中美关系、疫苗等..... | 13 |
| 流动性：宏观流动性将弱化..... | 16 |
| 狭义流动性：“不缺不溢”..... | 16 |
| 广义流动性：政策退潮下信用扩张放缓..... | 17 |
| 货币-信用框架下，债券处于转折前夕，商品更有支撑..... | 17 |
| 市场风格：“全守全攻”时期的结束..... | 19 |
| 疫情中的三大特征：反转快、跨资产相关性强、抱团效应突出..... | 19 |
| 可能的新变化：“全守全攻”时期的结束..... | 23 |
| 估值驱动不再，但相对估值更重要..... | 24 |
| 资产配置展望：从“全守全攻”到“强弱切换”..... | 29 |
| 传统“增长-通胀”框架的参考价值与局限性..... | 29 |
| 战略配置思考：全球复苏背景下的“相信常识”..... | 30 |
| 战术配置建议：从“全守全攻”到“强弱切换”..... | 31 |
| 构建战术资产配置组合..... | 31 |
| 股票：降低回报预期，挖结构+防切换..... | 32 |
| 债券：短期逆风中迎接中期转机..... | 33 |
| 转债：接受平凡，着力个券..... | 35 |
| 黄金和大宗商品：黄金或震荡偏弱，有色、原油等是“复苏交易”的核心品种..... | 35 |
| 风险提示..... | 36 |

回顾：疫情冲击下“不寻常”的一年

年初至今，突如其来的新冠疫情干扰了全球经济弱复苏进程，引发了经济基本面与市场的明显波动。2020 年初，中美第一阶段贸易协定部分消解了经济政策不确定性，叠加总体偏宽松的美、欧央行货币政策，主要国家经济数据都呈现弱企稳态势，使得全球市场开始憧憬弱复苏交易，但疫情无疑明显干扰了这一过程，令经济数据、资产价格都出现了“大幅折返跑”，波动明显加大。且按照疫情、经济、政策三大贯穿全年的主线来看，可明显划分为三个阶段，周期背景与市场表现存在较为明显的差异。

图表1：今年以来的国内的资产表现可明显划分为三个阶段

| (单位: %) | 总回报高 | | | | | 总回报低 | | | | |
|----------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| 2008 | 利率债 | 信用债 | 黄金 | 理财 | 可转债 | 商品 | 海外中概股 | A股 | | |
| | 16.8 | 12.0 | 5.8 | 4.3 | -32.4 | -35.1 | -42.6 | -62.9 | | |
| 2009 | A股 | 商品 | 海外中概股 | 可转债 | 黄金 | 理财 | 信用债 | 利率债 | | |
| | 105.5 | 60.7 | 58.9 | 42.6 | 24.4 | 2.6 | 0.5 | -1.9 | | |
| 2010 | 黄金 | 商品 | 信用债 | 房地产 | 理财 | 海外中概股 | 利率债 | 可转债 | A股 | |
| | 29.5 | 12.0 | 4.1 | 3.8 | 2.8 | 2.3 | 2.1 | -6.3 | -6.9 | |
| 2011 | 黄金 | 利率债 | 理财 | 房地产 | 信用债 | 可转债 | 商品 | 海外中概股 | A股 | |
| | 10.1 | 6.1 | 4.5 | 4.3 | 4.2 | -12.8 | -17.0 | -20.3 | -22.4 | |
| 2012 | 海外中概股 | 黄金 | 信用债 | A股 | 理财 | 商品 | 可转债 | 利率债 | 房地产 | |
| | 19.0 | 7.1 | 6.3 | 4.7 | 4.6 | 4.2 | 4.1 | 2.3 | 0.0 | |
| 2013 | 房地产 | A股 | 理财 | 信用债 | 海外中概股 | 可转债 | 利率债 | 商品 | 黄金 | |
| | 11.5 | 5.4 | 4.8 | 1.7 | 0.4 | -1.4 | -2.4 | -12.4 | -28.0 | |
| 2014 | 可转债 | A股 | 利率债 | 信用债 | 理财 | 海外中概股 | 黄金 | 房地产 | 商品 | |
| | 56.9 | 52.4 | 11.8 | 10.1 | 5.3 | 4.7 | -1.8 | -2.7 | -16.5 | |
| 2015 | A股 | 信用债 | 利率债 | 理财 | 房地产 | 海外中概股 | 黄金 | 商品 | 可转债 | |
| | 38.5 | 9.1 | 8.4 | 4.9 | 4.2 | -10.0 | -10.4 | -14.5 | -26.5 | |
| 2016 | 商品 | 房地产 | 黄金 | 理财 | 信用债 | 利率债 | 海外中概股 | 可转债 | A股 | |
| | 51.3 | 18.7 | 8.5 | 4.0 | 2.3 | 0.8 | -1.4 | -11.8 | -12.9 | |
| 2017 | 海外中概股 | 黄金 | 商品 | 房地产 | A股 | 理财 | 信用债 | 可转债 | 利率债 | |
| | 51.1 | 13.2 | 7.9 | 7.1 | 4.9 | 4.5 | 2.3 | -1.2 | -1.6 | |
| 2018 | 利率债 | 信用债 | 房地产 | 理财 | 可转债 | 黄金 | 商品 | 海外中概股 | A股 | |
| | 9.5 | 7.5 | 5.1 | 4.7 | -1.2 | -1.6 | -5.8 | -20.4 | -28.3 | |
| 2019 | A股 | 可转债 | 海外中概股 | 黄金 | 商品 | 信用债 | 利率债 | 理财 | 房地产 | |
| | 33.0 | 25.1 | 20.9 | 18.3 | 15.6 | 5.0 | 4.2 | 4.2 | 3.2 | |
| 2020.1-3 | 黄金 | 利率债 | 信用债 | 理财 | 房地产 | 可转债 | A股 | 海外中概股 | 商品 | |
| | 3.9 | 3.6 | 1.8 | 1.0 | 0.7 | 0.0 | -6.8 | -10.2 | -16.5 | |
| 4-7 | A股 | 黄金 | 海外中概股 | 商品 | 可转债 | 房地产 | 理财 | 信用债 | 利率债 | |
| | 29.7 | 25.3 | 24.4 | 15.7 | 5.5 | 1.5 | 1.3 | 0.3 | -1.7 | |
| 8-11 | 海外中概股 | 商品 | 房地产 | A股 | 理财 | 信用债 | 利率债 | 可转债 | 黄金 | |
| | 12.9 | 2.3 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 0.4 | -0.4 | -0.8 | -5.3 | |
| YTD总回报 | 海外中概股 | 黄金 | A股 | 可转债 | 房地产 | 理财 | 信用债 | 利率债 | 商品 | |
| | 26.1 | 23.3 | 22.6 | 4.6 | 3.7 | 3.6 | 2.5 | 1.4 | -1.3 | |
| YTD波动率 | A股 | 海外中概股 | 商品 | 黄金 | 可转债 | 利率债 | 信用债 | 房地产 | 理财 | |
| | 19.9 | 18.6 | 18.0 | 16.3 | 10.4 | 3.6 | 1.7 | 0.4 | 0.1 | |

注：YTD 波动率根据月度回报年化计算得出。数据截至 11 月 20 日，除特别说明外，下同。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

今年市场的三阶段：“现金为王”→“确定性为王”→复苏交易

1-3 月：“避险”主题下“现金为王”

2020 年初以来的新冠疫情无疑成为了贯穿全年的市场主线。特别是自 2-3 月疫情“震中”由国内向海外转移后，无论是此前的全球经济数据弱企稳趋势、货币政策按兵不动等传统影响因素，还是英国脱欧、中美签署第一阶段协议等事件都被迅速淹没，全球市场明显转向 risk-off。而境外疫情扩散→原油价格战→市场波动扩散→流动性危机的传导链条，则造就了 3 月中旬除美元走强外，股、债、商品、黄金齐跌的“危机奇景”，美股数次熔断、布油价格跌至负值、各类资产相关性显著上升，这都成为了市场参与者难得的经验，以及几乎整个金融体系的“压力测试”。

在此期间，全球央行大幅放松货币政策进行应对，美联储重启 QE、创设“字母表工具”，欧央行开启 PEPP 购债计划，我国央行大额公开市场投放、定向降准、调降 IOER 等，帮助市场最终安然度过流动性危机。从这一阶段市场表现来看，除 3 月中旬的极端市场波动外，市场总体 risk-off 特征明显，黄金>债>A 股>海外股票>商品，货币方面美元、日元的避险作用相对凸显，而 VIX 明显上升。

4-7 月：流动性充裕主题下的“确定性为王”

进入 5 月后，全球疫情、经济、政策三大周期的拐点渐次出现，国内领先于海外。疫情方面，国内担忧基本消除，海外逐渐得到一定控制，疫苗研制持续推进。经济方面，全球渐进重启经济，国内由于抗疫得力，呈现出供需两旺的恢复势头，国外在货币财政双宽松政策下，需求也有所回暖。政策方面，国内两会为政策定调，六稳六保态度明确，而央行引导货币政策由“危机模式”向常态回归，带来资金面与债市的重定价。海外央行货币政策迎来最宽松时段，美国财政刺激逐步落地，是该阶段市场最大驱动力。

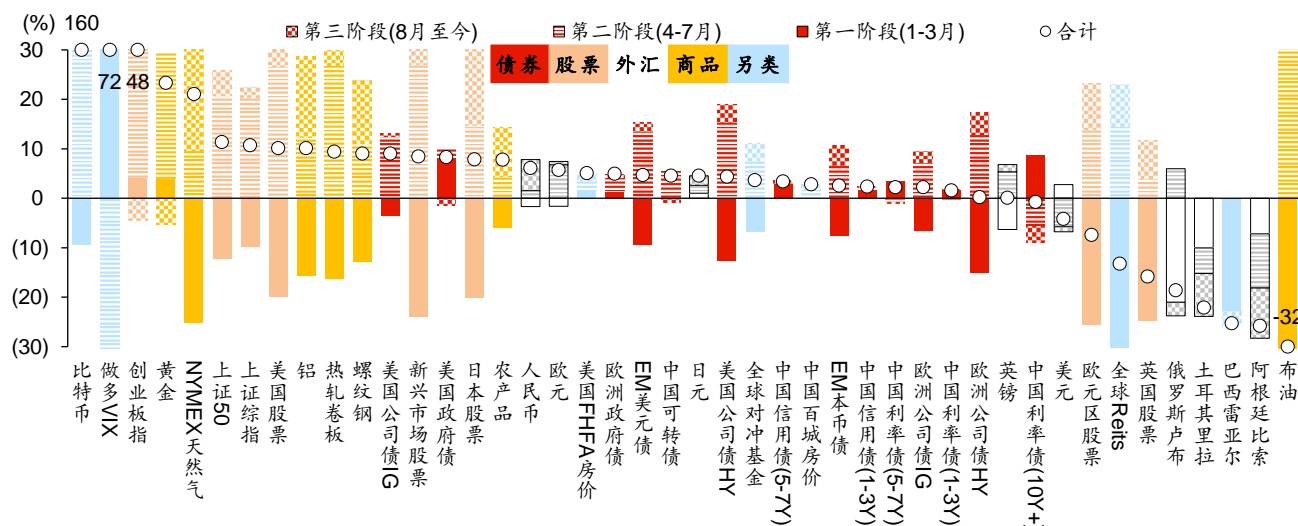
在全球疫情得到部分控制、相关恐慌情绪逐渐消退的背景下，全球市场 3 月剧烈解杠杆后出现的“黄金坑”开始闪光，除国内债市外主流资产类别基本都出现了正回报。这一阶段的 risk-on 特征明显，商品>股>债。随着各国应对政策出台，宏观背景转为“相对确定的经济修复方向+相对不确定的修复路径”，全球整体充裕的流动性追逐“疫情免疫”的少数确定性资产，带来美股科技、A 股医药食品饮料、美债、黄金等的良好表现。

8 月至今：复苏交易下的“风格切换”

8 月以来，疫情、经济、政策三大周期共振有所转弱，市场风格出现切换。疫情方面，国内疫情基本消除，且经历了长假“压力测试”，而欧美疫情反复成为了此前拥挤“确定性交易”调整的触发剂，市场波动再次加大。经济方面，国内渐进重启更趋明朗，海外受疫情扰动出现波折，但无疑修复斜率最高的阶段已经过去。政策方面，我国央行货币政策保持中性，欧美央行宽松速度也有所放缓。美国疫情纾困法案持续“难产”，而随着美国大选推进，拜登上台的预期引发“拜登交易”。

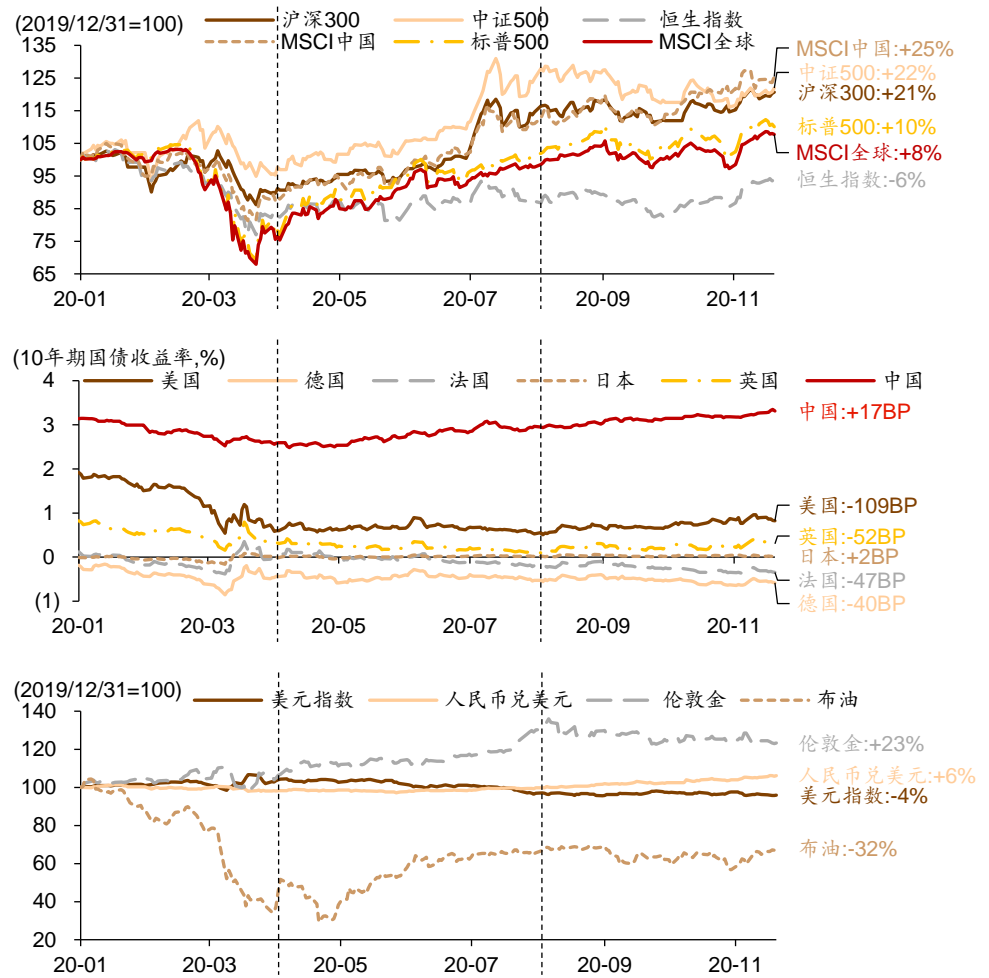
在此背景下，市场总体虽然仍呈现 risk-on 风格，但分歧明显加大，波动率再次上升，顺周期板块占优。A 股和海外股市的板块分化逐渐突出，此前“喝酒吃药”和“科技为王”的极致风格出现部分瓦解，顺周期板块开始重新进入投资者视野，贵金属也随着美元阶段性走强而明显回调。

图表 2： 全年三阶段资产表现，黄金>A 股>美股>海外债券>中国债券>欧股>原油



资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表3： 1-3 月与 4-7 月，市场从衰退交易迅速反转为复苏交易，“全守全攻”特征明显

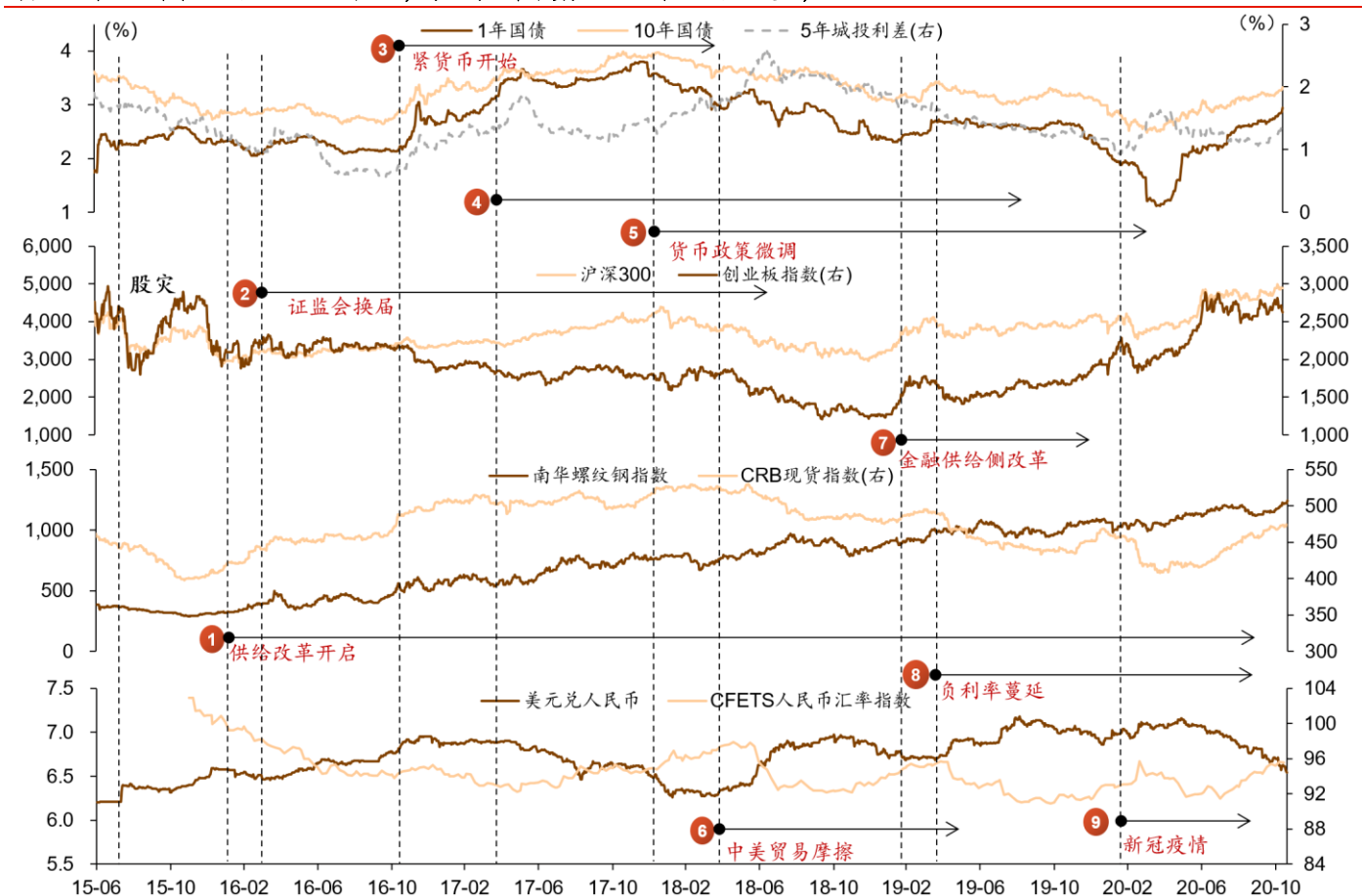


资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

基本面：经济渐次修复与政策正常化

“正常化”或成为 2021 年主导市场的核心主题。今年以来，全球疫情、原油价格战、流动性危机、美国大选等事件性冲击纷至沓来，经济数据“大幅折返跑”，负油价、美股连续熔断、市场 price-in 美联储负利率等资产价格表现也频频挑战投资者的“想象力”。正如霍华德·马克斯在《投资最重要的事》中描述的“钟摆”：“只要摆动到接近端点，钟摆迟早必定会摆回中点，正是朝向端点运动本身为回摆提供了动力”。在历经“不寻常”的 2020 年后，我们认为“正常化”可能成为主导 2021 年市场的核心主题，这包括经济基本面、市场风格、国内政策、外部环境等多个方面。

图表4：最近几年市场的核心主题不断轮转，每次都会带来资产轮动和市场风格的变化，

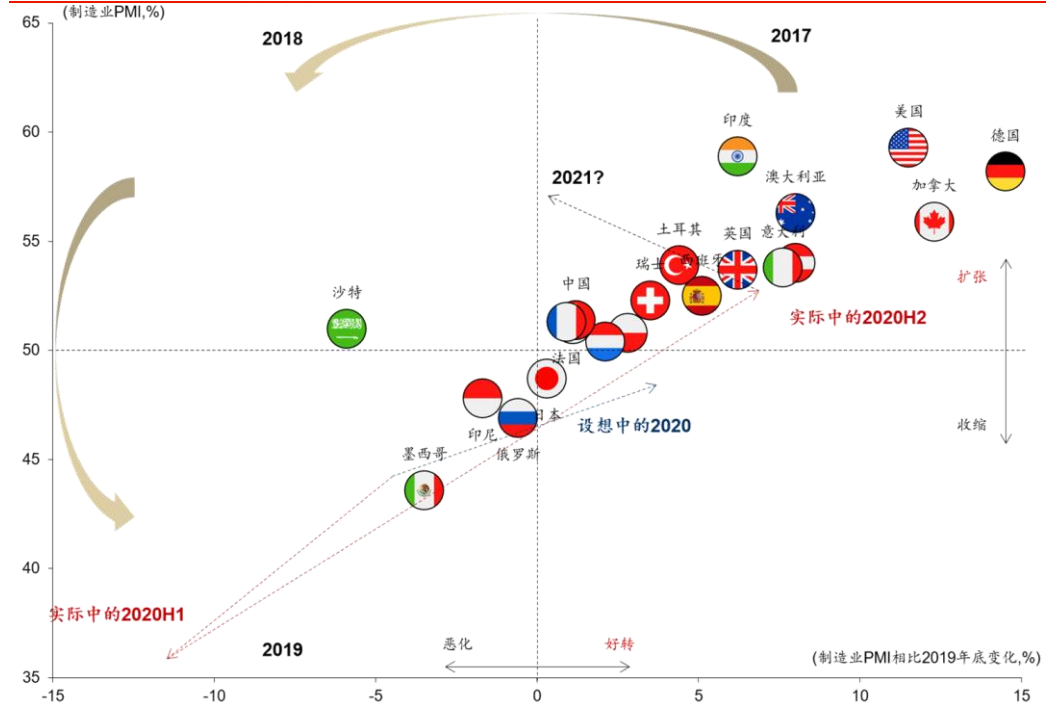


资料来源：Wind，华泰证券研究所

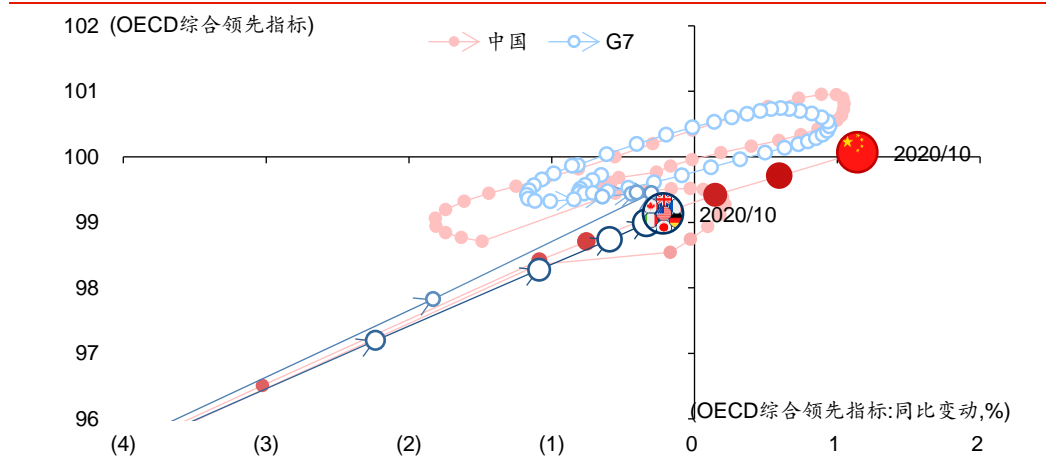
经济基本面：渐次复苏+温和再通胀

今年以来，全球经济遭遇疫情强干扰，期待中的基本面弱企稳被“大幅折返跑”取代，中国复苏进度领先全球。2020年初的中美第一阶段贸易协定、偏宽松的海外央行货币政策、“全面小康”收官之年对逆周期政策的憧憬，都令全球市场期待基本面弱企稳，但在疫情给全球经济挖下大坑，随后全球各国抗疫、货币、财政政策火力全开，带来基本面明显反弹，全年呈现“大幅折返跑”。中国作为抗疫测验的“优等生”，无论是经济重启还是政策回归常态的进程都明显领先全球。向前看，虽然欧美疫情形势仍然严峻，但致死率持续走低，且二次封锁措施陆续出台、疫苗研发仍稳步推进，全球正在度过疫情最黑暗时刻，而常态回归的力量可能推动全球进一步复苏，海外复苏进程也可能存在对国内的“追赶效应”。

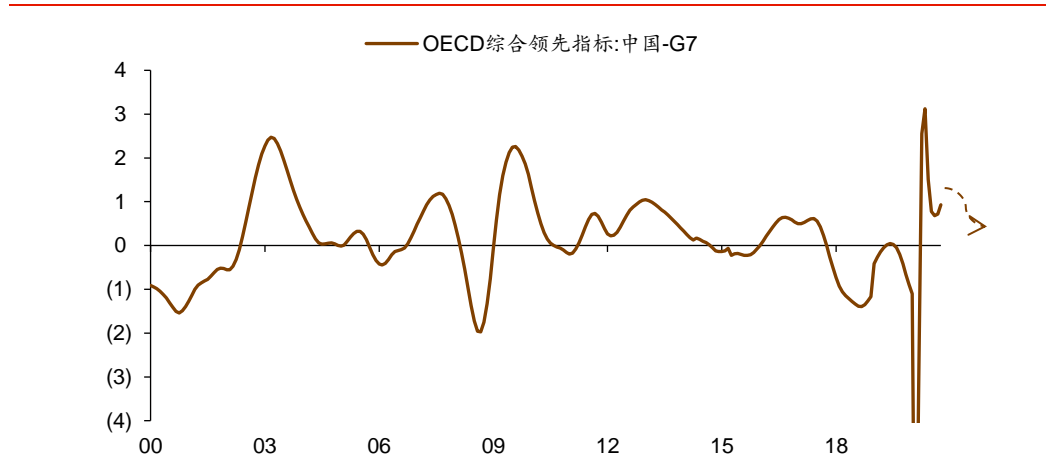
图表5： 2021 年向常态周期性回归的力量可能推动全球进一步复苏



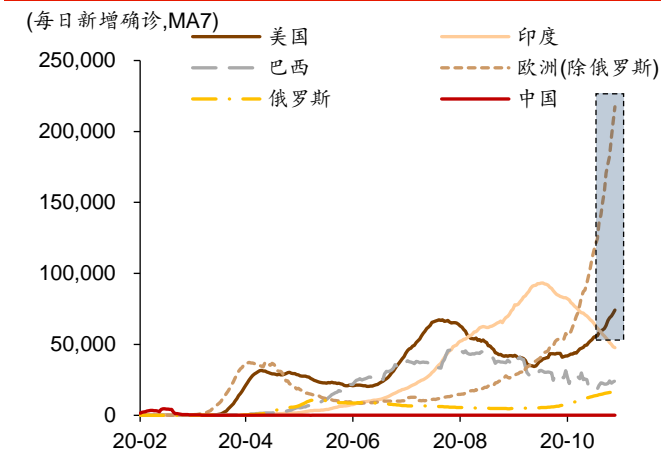
图表6： 从 OECD 领先指标来看，由于防疫得力、经济重启进展顺利等原因，本轮中国复苏领先全球



图表7： 中外经济周期位置差异存在均值回归特征

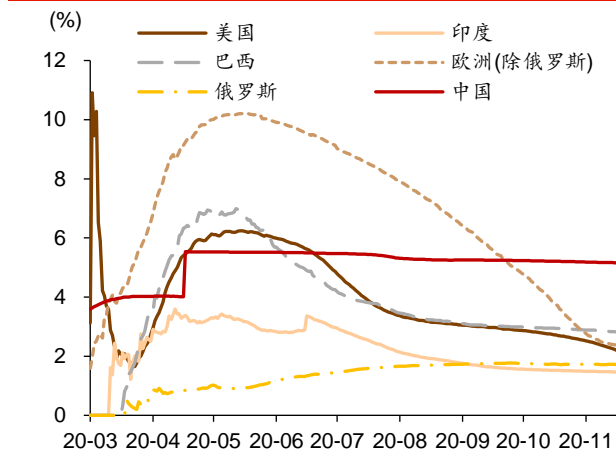


图表8：欧美疫情仍在恶化，市场仍面临短期扰动



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学，华泰证券研究所

图表9：但病毒感染致死率仍然保持基本稳定，预计暂无更大风险

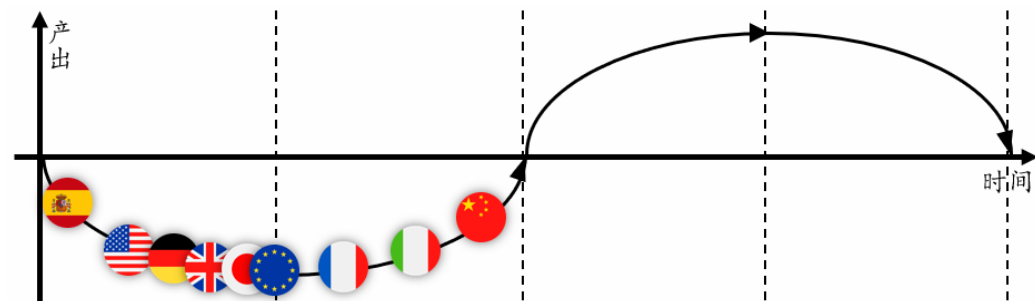


资料来源：约翰斯·霍普金斯大学，华泰证券研究所

分国别来看，意、法复苏进度看似靠前，但其“追赶”趋势很可能受到疫情制约，防疫政策生效和疫苗面世仍然至关重要。根据 IMF 和 OECD 等国际组织对 2020 年经济数据的估算，可测算各国失业率缺口与增速缺口，并粗略判断周期位置。目前看，意大利、法国看似复苏进度靠前，但一方面这可能源于估算误差，另一方面这两国新增确诊病例仍在创新高，复苏进度短期仍受制于防疫形势，抗疫政策生效和疫苗面世才是全面复苏的开始。

图表10：考虑到欧美疫情形势仍然严峻，海外复苏进程可能短期受阻，但不改中期“追赶”趋势

| 2020 年 | 美国 | 欧元区 | 日本 | 英国 | 德国 | 法国 | 意大利 | 西班牙 | 中国 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 失业率缺口 (%) | -8.6 | -2.3 | -0.2 | -5.4 | -0.6 | -2.9 | -0.8 | -5.3 | -0.4 |
| 增速缺口 (%) | -2.7 | -1.1 | -2.5 | -2.9 | -2.1 | 0.1 | 1.5 | -6.2 | 0.3 |



资料来源：IMF, OECD, Bloomberg, 华泰证券研究所

外需而非基建成为推动经济企稳的重要力量。与此前靠基建逆周期发力度过传统的下行周期不同，外需而非基建是推动今年经济企稳的核心力量，背后是两国疫情救助方式的不同。美国作为消费国，货币、财政政策宽松救助的金融市场和居民部门，客观上维持了居民的消费能力。而中国作为制造国，救助的对象是企业，方式是银行放贷、展期等支持，而疫情起到了供给侧改革的效果，中国产业链优势得以体现。结果是，美国的需求与中国的供给能力反而在疫情期间联结更为紧密。

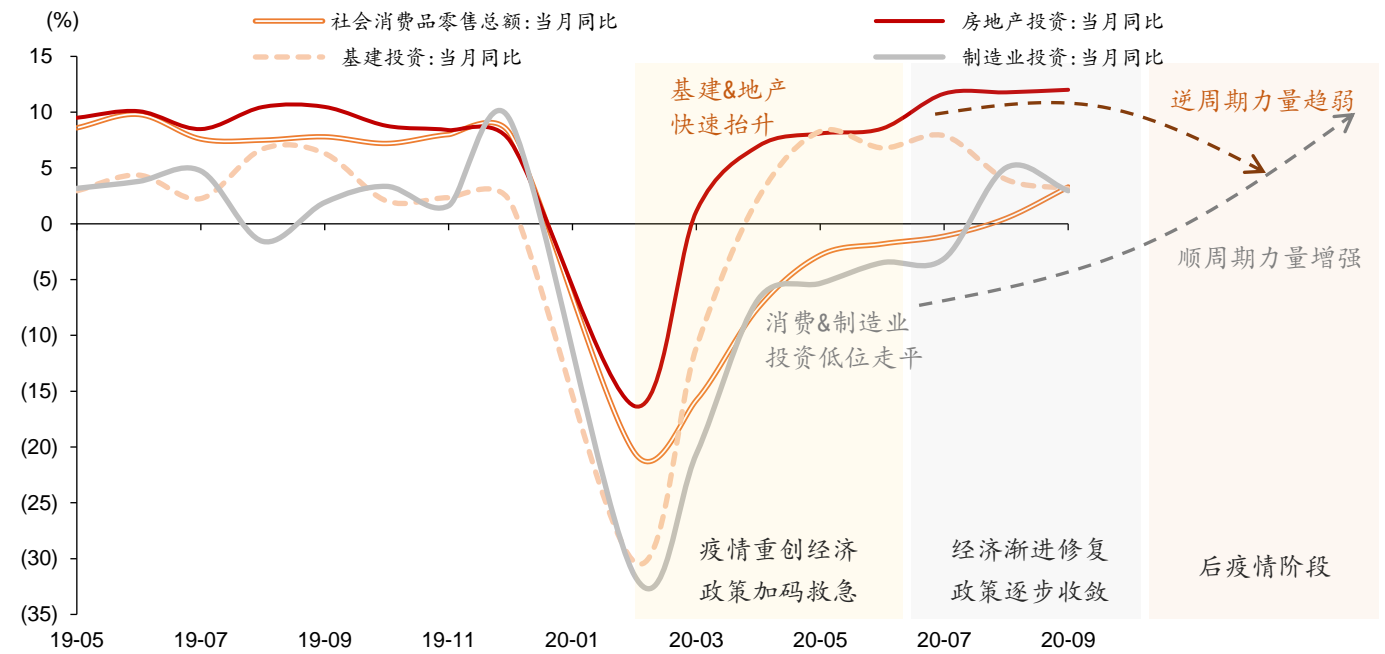
我国在明年仍将总体延续经济渐次修复、再通胀大概率继续推进的格局，顺周期力量接棒。从国内防疫形势和社融增速等判断，我国经济在回到潜在增速前，仍将大概率延续复苏深化和再通胀的态势。具体到结构上：

(1) 出口有望维持韧性。美国货币、财政政策宽松的对象是金融体系和居民部分，支撑了居民部门的消费能力。而疫情相当于一次外围的供给侧改革，中国产业链的优势反而加强。今年超预期的外需表现正是源于供求的错位。海外补库以及疫情拐点后的外需恢复是主要逻辑，欧美新一轮财政刺激仍是重要因素；

(2) 消费和制造业等顺周期力量存在修复空间。在防疫形势良好的背景下，企业部门修复→居民部门收入状况改善→内需偏强→企业盈利、库存与产能继续修复，形成正向循环；

- (3) 房地产去金融化一以贯之，今年超预期持续的地产投资强周期或迎来拐点；
 (4) 继货币政策后，逆周期财政政策也逐渐回归常态，经济主线向消费、制造业等顺周期力量切换。
 (5) 社融增速在 10 月份已经大概率见顶，预示着明年有可能有股债强弱切换。

图表11： 2021 年我国经济或从逆周期逐渐切换至顺周期逻辑，仍将总体延续经济渐进修复、再通胀大概率继续推进的格局



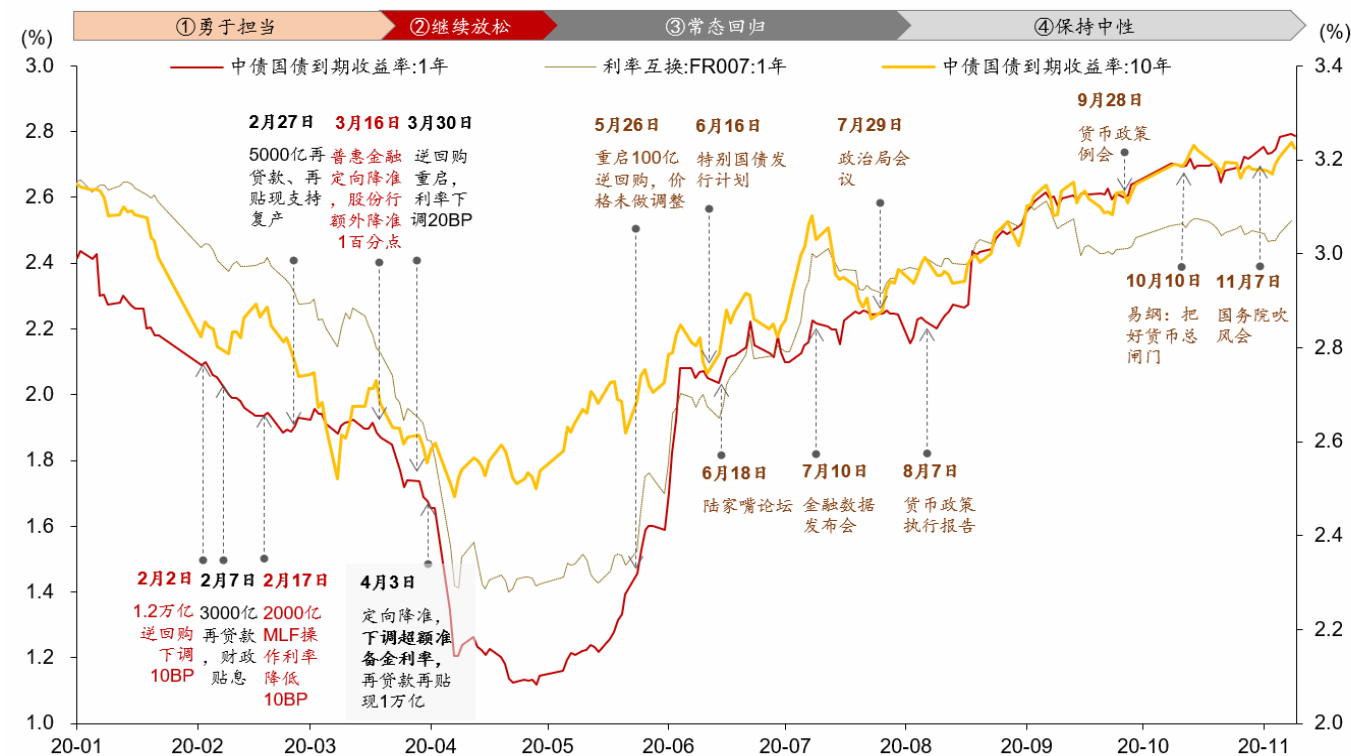
资料来源：Wind，华泰证券研究所

从周期视角给出“资产排序”对配置而言显得尤为重要。特别是，如果我们认同明年经济至少相比今年更像“常态”，那么历史上类似时期中各类资产表现的简单排名就有了更大的参考意义。

政策：从货币到财政政策，逐渐回归常态

随着疫情影响消退、经济渐进修复，宏观杠杆率在货币政策制定中的权重正在提升。2020 年的货币政策脉络大致可以概括为“勇于担当”、“继续放松”、“常态回归”、“保持中性”四个阶段。但央行 10 月表态“允许杠杆率阶段性上升”也隐含了今年的杠杆率上升并非合意“常态”，央行副行长刘国强在 11 月国务院吹风会上也表示货币政策或继续有序退出。我们认为，随着宏观杠杆率的上升，这一因素在制定货币政策时的权重正在上升，直到明年二季度社融明显转向前或都将保持基本中性。

图表12： 今年货币政策的脉络：四个阶段

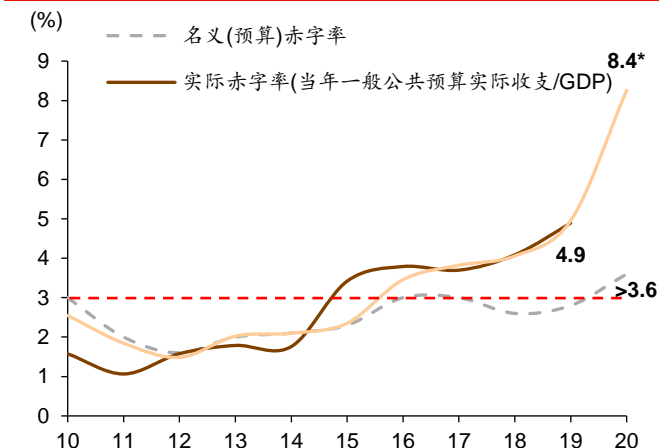


资料来源：Wind，华泰证券研究所

而继货币政策之后，财政政策回归常态也是 2021 年的重要主题。今年为应对疫情冲击，财政史无前例将预算赤字率上调至 3% 以上、发行抗疫特别国债。而伴随着疫情和经济好转，全球疫情周期有望步入后半段，明年大规模财政刺激的必要性本身在下降，加之政府杠杆率、主权评级等顾虑，明年政府信用扩张大概率将放缓。我们认为，财政赤字率可能回归 3.0%，特别国债或退出。基建投资力度或边际弱化，减税政策到期或给企业生产、投资带来可控影响。

从这一角度考虑，明年利率债供给规模可能下降（我们预计政府债 6.61 万亿左右，较今年减少 1.9 万亿）。基建投资力度或边际弱化，减税政策到期或给企业生产、投资带来可控影响。预算赤字率重回 3% 能够释放积极信号，提振微观主体信心，亦利好人民币汇率。

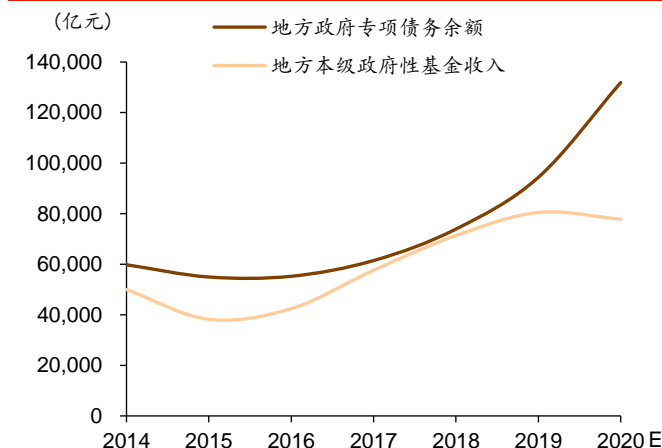
图表13： 今年预算赤字率突破 3%，广义赤字率大幅攀升



注：2020 年 8.4% 名义预算赤字率为预测值。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 地方专项债务余额与基金收入规模裂口加大

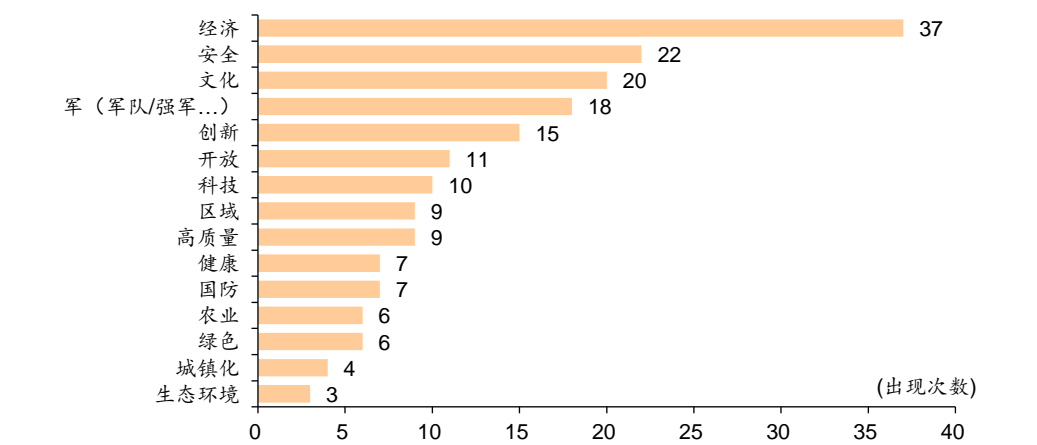


资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外，明年作为“十四五”规划的开局之年，在外部环境复杂化+内部高质量转型背景下，“十四五”规划和双循环发展战略，将为市场贡献新的主题。10月29日，十九届五中全会审议通过了“十四五”规划及2035远景目标建议，正式纲要将于明年两会之后公布。高质量发展是新要求和目标，双循环是指导思想，供给侧改革是主线，安全发展是前提，要素改革并提升劳动生产率是手段。

从行业趋势上看，事关突围的自主可控、高端制造、民族消费品牌、数字经济、非银龙头，以及事关安全的新能源（能源安全）、军工（国防安全）、医药（人民生命安全）、农业（粮食安全），都是未来优质赛道。

图表15：十九届五中全会公报高频词，安全、文化、军队、创新等主题的重要性清晰可见



资料来源：新华网，华泰证券研究所

图表16：打造“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

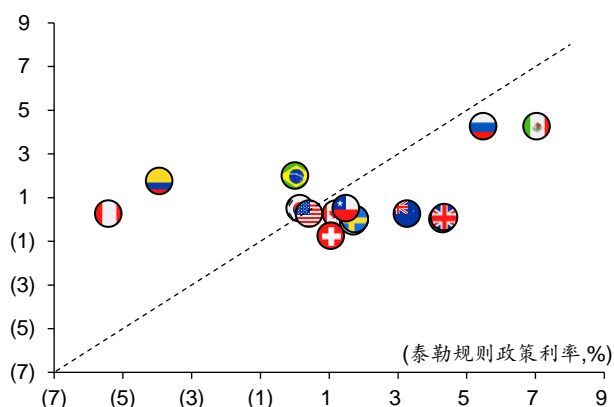


资料来源：新华网，华泰证券研究所

海外利率“lower for longer”仍在延续。海外主要央行在2008年危机后被迫实行了超宽松货币政策，不仅未能如愿推高通胀、促进增长，反而遭遇英国脱欧、中美摩擦、新冠疫情等不确定性事件的连续打击。欧、日央行尚未来得及启动货币政策正常化进程，美联储加息也“半途而废”，且在疫情冲击下，已根据平均通胀目标作出了到2023年底都可能不再加息的前瞻指引。海外主要央行的超宽松货币政策可能维持更长时间的预期，压低了短端利率的绝对水平及波动率，零利率甚至是负利率已经由短端蔓延至长端、由政策利率向债券收益率扩散，给金融市场造成了定价扭曲。

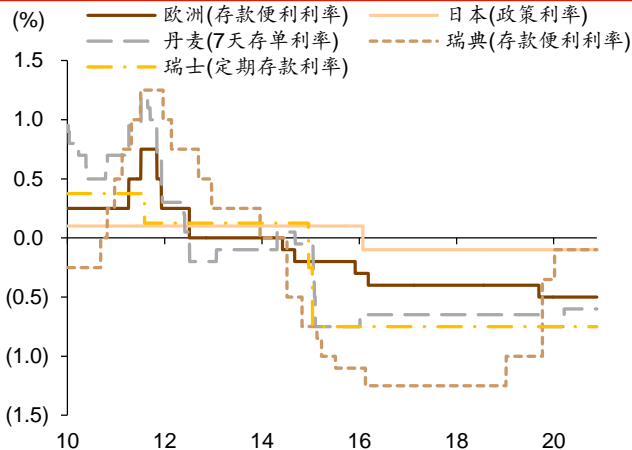
图表17: 按简单的泰勒规则, 目前全球货币政策利率偏低

(实际政策利率, %)



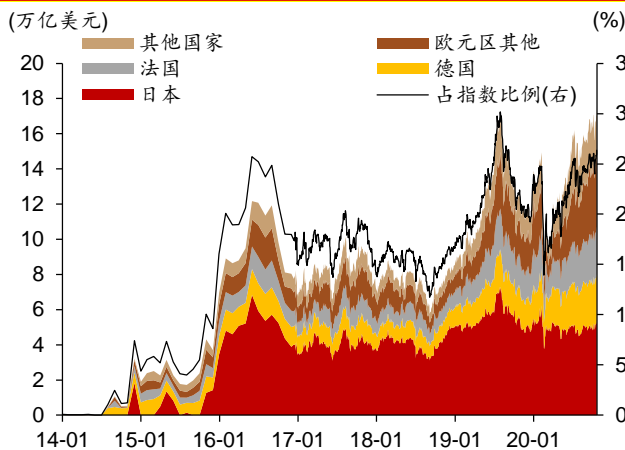
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表18: 且低政策利率的持续时间不断拉长, 压低了利率的波动率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表19: 引发负收益率债券的规模继续攀升



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

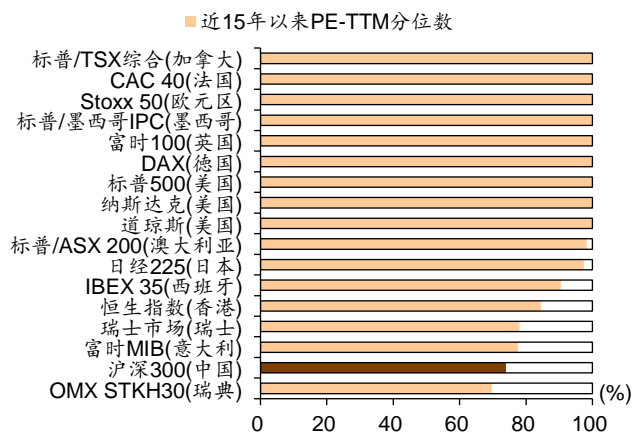
图表20: 波及的期限段也越来越长

| 利率(%) | 1年 | 2年 | 3年 | 4年 | 5年 | 6年 | 7年 | 8年 | 9年 | 10年 | 15年 | 20年 | 30年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国 | 2.95 | 3.11 | 3.12 | 3.15 | 3.19 | 3.30 | 3.34 | 3.33 | 3.32 | 3.31 | 3.72 | 3.84 | 3.93 |
| 美国 | 0.13 | 0.17 | 0.21 | 0.29 | 0.39 | 0.60 | 0.68 | 0.75 | 0.81 | 1.02 | 1.27 | 1.53 | |
| 挪威 | 0.02 | 0.26 | 0.32 | 0.42 | 0.51 | 0.58 | 0.66 | | 0.74 | 0.79 | | | |
| 意大利 | -0.47 | -0.40 | -0.24 | -0.12 | 0.06 | 0.14 | 0.28 | 0.39 | 0.52 | 0.63 | 0.99 | 1.23 | 1.49 |
| 英国 | -0.04 | -0.05 | -0.06 | -0.05 | -0.01 | 0.02 | 0.10 | 0.16 | 0.25 | 0.30 | 0.54 | 0.84 | 0.89 |
| 西班牙 | -0.59 | -0.59 | -0.57 | -0.46 | -0.38 | -0.38 | -0.24 | -0.17 | -0.08 | 0.06 | 0.37 | 0.63 | 0.87 |
| 日本 | -0.16 | -0.15 | -0.15 | -0.15 | -0.12 | -0.12 | -0.11 | -0.09 | -0.05 | 0.01 | 0.20 | 0.37 | 0.63 |
| 瑞典 | -0.14 | -0.43 | | | -0.37 | -0.28 | | -0.20 | | -0.04 | | 0.31 | |
| 爱尔兰 | -0.67 | -0.66 | -0.66 | -0.62 | -0.61 | -0.56 | -0.49 | -0.43 | | -0.27 | -0.05 | 0.01 | 0.32 |
| 法国 | -0.61 | -0.69 | -0.71 | -0.71 | -0.67 | -0.60 | -0.57 | -0.50 | -0.42 | -0.35 | -0.18 | 0.06 | 0.32 |
| 比利时 | -0.61 | -0.73 | -0.71 | -0.70 | -0.68 | -0.63 | -0.55 | -0.53 | -0.46 | -0.39 | -0.18 | 0.09 | 0.30 |
| 芬兰 | -0.70 | -0.76 | -0.74 | -0.73 | -0.69 | -0.67 | -0.59 | -0.54 | -0.49 | -0.42 | -0.20 | -0.10 | -0.05 |
| 奥地利 | -0.64 | -0.74 | -0.73 | -0.71 | -0.70 | -0.64 | -0.63 | -0.57 | -0.52 | -0.44 | -0.20 | -0.07 | 0.07 |
| 丹麦 | -0.59 | -0.66 | -0.68 | | -0.62 | | -0.54 | | | -0.47 | | -0.23 | -0.05 |
| 荷兰 | -0.67 | -0.75 | -0.75 | -0.74 | -0.72 | -0.69 | -0.64 | -0.61 | -0.57 | -0.50 | -0.42 | -0.25 | -0.10 |
| 瑞士 | -0.89 | -0.80 | -0.80 | -0.78 | -0.74 | -0.69 | -0.64 | -0.60 | -0.56 | -0.52 | -0.37 | -0.28 | -0.30 |
| 德国 | -0.69 | -0.76 | -0.80 | -0.78 | -0.76 | -0.76 | -0.70 | -0.70 | -0.65 | -0.58 | -0.39 | -0.38 | -0.18 |

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

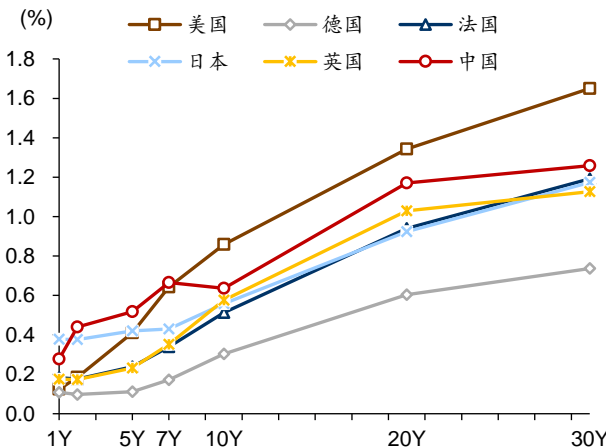
在这一背景下, 我们认为, 我国作为少数还在实行常态货币政策的经济大国、金融市场大国, 债券收益率和股市估值受到超宽松货币政策的扭曲最少, 全球横向比较来看已具备了一定吸引力。加之人民币汇率总体保持稳定、金融市场对外开放稳步推进, 我们对外资流入国内市场整体仍保持乐观。

图表21: A股估值相比全球而言仍有吸引力



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表22: 经1年期外汇掉期对冲后, 我国国债相比发达国家仍有优势



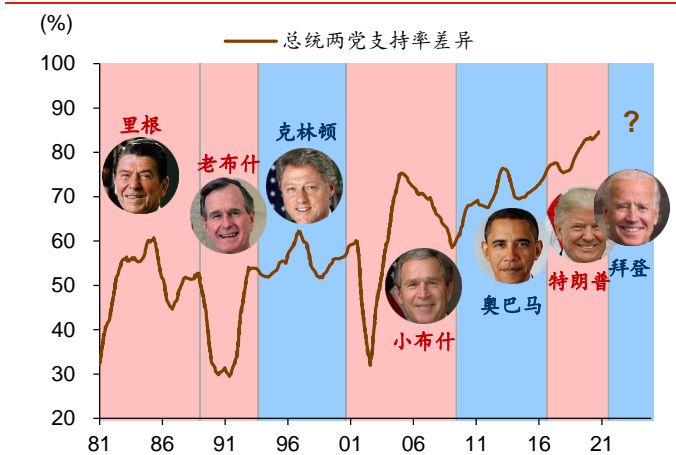
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

核心变量：美国大选后政策、中美关系、疫苗等

变数一：美国大选后的政策取向

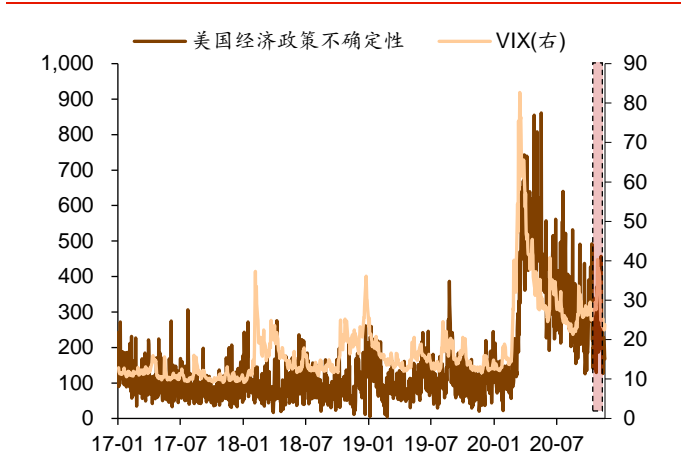
美国大选后权力格局发生改变，而在美国向传统建制派回归的背景下，政策不确定性或有所下降，相对有利于风险资产表现。从拜登的政治主张来看，搞基建、宽财政、宽货币有利于我国外需。但从逆周期对冲角度来看，扩大基建、宽财政虽有必要，问题是额外支出在低增长的背景下需要通过扩大赤字、政府加杠杆来筹措资金，又将反过来倒逼美联储继续保持偏宽松的货币政策，进而继续加剧美国经济债务化的程度，对美元形成一定压制。

图表23：拜登能否改善美国政治极端化，仍是后续看点



资料来源：Gallup，华泰证券研究所

图表24：但随着他胜选，政策不确定性已经有所下降



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

变数二：中美关系不确定性仍存

而在外交方面，虽然拜登作为建制派代表，与特朗普在具体做法上有区别，但对华强硬的总体战略基本一致，中美关系竞争大于合作的格局难改。中美摩擦与逆全球化仍是长期主题，内需、自主可控等板块仍是后续重要方向。特别是在贸易政策上，拜登主张和盟国建立共同防线遏制中国贸易发展，支持美国回归 TPP。故拜登上台后，或构建新的多边贸易体系对 RCEP 形成挑战。同时，拜登政府主张联合盟友打压中国，日韩澳西等国家可能成为 RCEP 的不稳定因素，给后续 RCEP 具体安排落地带来不确定性。

图表25：拜登与特朗普主要经济、外交政策异同，宽财政宽货币支撑我国外需，外交上更可预测，但中美关系难以明显缓和，只能算是“半回归常态”

| | 拜登 | 特朗普 |
|------|--|---|
| | 经济政策 | |
| 税收政策 | 增加税率，将增加的税收收入用于基建和医疗支出 个人所得税方面，提高最高个人所得税税率从37%至39.6% 年收入100万美元的人群按照个人所得税率缴纳资本利得税 鼓励和刺激401(k)/IRA计划 增加部分税收减免，包括65岁+的无子女工人和可再生能源税收减免 企业所得税方面，提高企业所得税税率从21%到28% 提高对美国企业的海外利润税率从10.5%至21% 对账面净利润超过1亿美元的企业征收15%的最低税率 降低房地产税收优惠 增加新兴市场和小企业的税收减免 | 降低税率，延续2017年《减税与就业法案》(TCJA) 个人所得税方面，降低个人所得税率从39.6%至37% 增加儿童税收减免 企业所得税方面，降低企业所得税率从35%至21% 为“美国制造”提供税收减免，促进美国本土就业 对美国企业的海外利润征收10.5% 扩大机会区 (Opportunity Zone) |
| 能源政策 | 提倡绿色经济，发展新能源 2035年实现无碳污染的电力部门，2050年达到净零排放的目标 重新加入《巴黎气候协定》，对中国“一带一路”建设提出更高环保要求 扩大可再生能源税收减免，替代燃烧化石燃料 | 支持能源独立，发展传统能源 大力推进离岸水域石油开采 终止奥巴马政府推出的“清洁能源计划” 宣布将退出《巴黎气候协定》 |
| 基础设施 | 支持扩大基建，强调绿色经济 提出2万亿美元用于清洁能源和基础设施的一揽子计划，彻底改革运输、电力和重工业 投资3000亿美元研发新技术和清洁能源 增加宽带或5G的普及度 | 支持扩大基建，强调5G相关 加大对美国基础设施的投资 建设全国高速无线网络覆盖，加大对5G基础设施的投资 |
| 货币政策 | 低利率持续，主张结构性调控 建议美联储应以少数族裔失业率而非总体失业率作为货币政策调控依据 宽松的货币政策持续，维持超低利率环境 | 主张低利率 欲撤换美联储主席鲍威尔 提名两名新理事加入美联储 |
| | 对外政策 | |
| 贸易政策 | 反对贸易保护主义 支持《美墨加贸易协定》取代 NAFTA 支持美国回归跨太平洋伙伴关系协定 (TPP) 支持北美自由贸易协议 投资4000亿美元采购美国商品和服务 | 支持贸易保护主义 坚持美国优先的原则 重新谈判北美自由贸易协定 支持《美墨加贸易协定》取代 NAFTA 主导美国退出跨太平洋伙伴关系协定 (TPP) 制定保护美国就业的公平贸易协议 |
| 中美关系 | 支持对华强硬 对中国以及任何试图削弱美国制造业的国家采取积极行动，抵制窃取美国知识产权 提出不公平的环境与贸易操作向中国问责 主张和盟国建立共同防线遏制中国贸易发展 | 支持对华强硬，支持关税施压 声明从中国带回100万个制造业工作机会，为从中国带回工作岗位的公司提供抵税优惠 对中国进口商品征收关税 |

资料来源：白宫官网，特朗普竞选网站，拜登竞选网站，华泰证券研究所

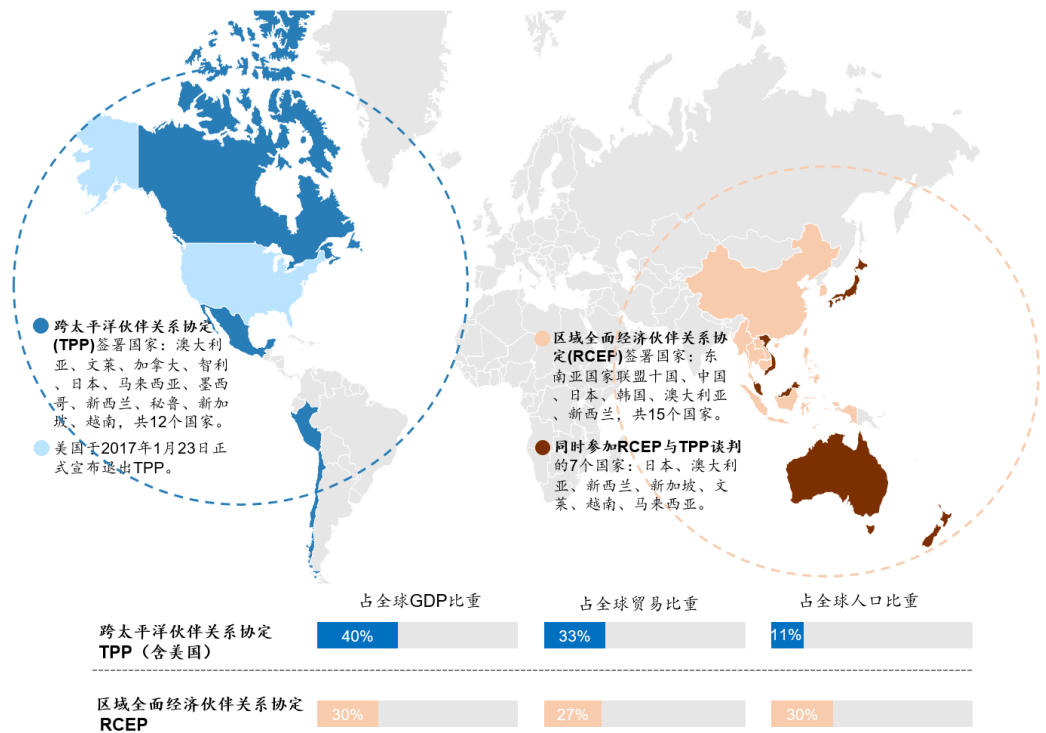
变数三：疫苗的出现和推广关乎经济修复的节奏

目前，欧美疫情防控形势仍然严峻，封锁政策有利于防疫但不利于经济修复，疫苗才是决定疫情决定短期内经济修复节奏的关键因素。根据新冠疫苗研发进展，部分有效疫苗投入大规模使用可能尚需等到明年二季度，而若研发进展超预期，年初可以大规模量产，则疫情对经济的抑制作用将进一步淡化。如果海外经济也加快修复，则内需和外需将形成共振。考虑到各国在应对疫情时已经出台大规模的刺激政策，因此不排除经济短期过热的可能。

变数四：中国从经常项目到资本项目继续扩大对外开放

例如，作为经常项目对外开放的举措，11 月 15 日签署的 RCEP 达到了下列目标，将助力我国形成国内国际双循环相互促进的新发展格局，助力经贸发展和经济增长：(1) 规定参与国之间 90% 的货物贸易将实现零关税；(2) 实施统一的原产地规则，允许在整个 RCEP 范围内计算产品增加值，有利于对外贸易的统计和价值核算；(3) 拓宽了对服务贸易和跨国投资的准入，以负面清单的方式进行投资准入谈判；(4) 增加了电子商务便利化的新规则。加上前面提及的中国资产估值更为合理、汇率保持稳定等因素，预计从经常项目到资本项目继续扩大对外开放仍将继续为我国经济和金融市场带来新的动力。

图表26： 相比 TPP，RCEP 在成员国体量上也大体相当



资料来源：布鲁金斯学会，世界银行，华泰证券研究所

变数五：全球范围内都出现了科技巨头反垄断

科技巨头可能通过影响力同时向上下游获取更好的价格与条款(如苹果¹App Store 的 30% 利润分成)、压制相关行业利润，还可能通过在线商务、内容和通信的关键“动脉”为自身业务“导流”，削弱竞争，甚至传播错误消息来影响社会舆论(如 Facebook 此前就曾因为隐私泄露而涉及操纵大选)。美国多次对 FAAMG²等科技巨头展开反垄断调查，而我国也于 11 月 10 日发布了《关于平台经济领域的反垄断指南(征求意见稿)》，今后科技巨头运营可能更为规范，但跑马圈地的草莽时代已经成为过去，业务扩张的上限已经隐现，科技板块的高估值也有松动的可能。

¹ AAPL US Equity

² 指 Facebook (FB US Equity)、苹果 (AAPL US Equity)、亚马逊 (AMZN US Equity)、微软 (MSFT US Equity)、谷歌 (GOOG US Equity、GOOGL US Equity)

变数六：资管新规过渡期最后一年

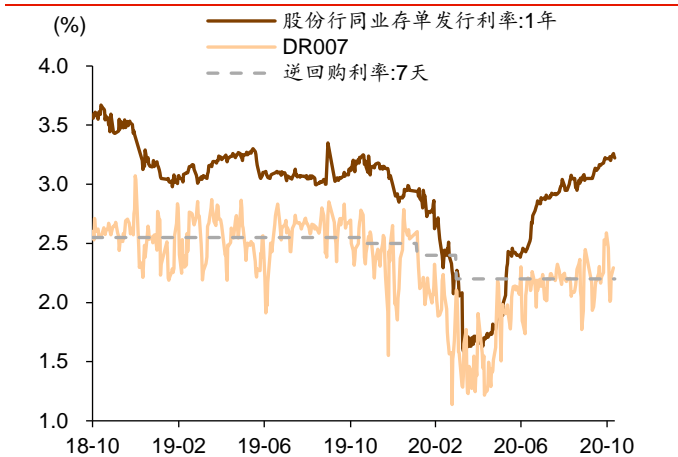
一方面，资管新规过渡期延长到明年年底，但是当前过渡期的理财压降压力仍然非常大。各家银行都在上报整改计划，未来逐季考核的可能性较大。对于资管机构而言，长久期非标及非上市股权等资产的处置难度不小，老账户的逐步压降导致债市需求力量出现萎缩。且从长期来看，理财净值化转型使其操作风格和考核标准可能向由配置户向交易户转变，加大债市短期波动的可能性。另一方面，此前银行理财是信用债、永续债等的重要需求方，但在其落实资管新规净值化转型与非标压降等要求的过程中，信用债越买期限越短、越买口味越轻，对永续债的承接力也将大为弱化。

流动性：宏观流动性将弱化

狭义流动性：“不缺不溢”

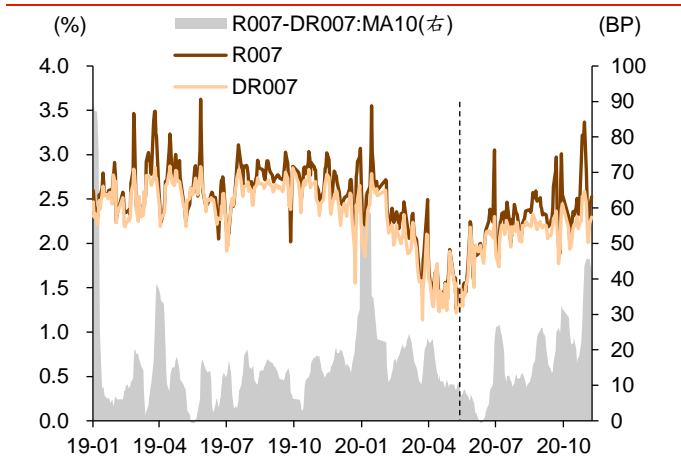
目前货币政策的基调仍中性，资金面“不缺不溢”，但继续收紧的概率略大于重新放松。今年5月以来，货币政策开始向常态回归，DR向逆回购利率收敛而R持续走高，存单利率居高不下，引发债市重定价。在今年10月金融街论坛上，易纲行长指出“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”，我们认为这是未来一段时期内资金面最佳概括。这意味着短期内很难看到大规模的宽松政策，加之宏观杠杆率阶段性攀升已经引起央行的注意，中性回归的步伐还要在一定时期内延续。当然，央行在对于降低融资成本、中小企业融资等薄弱环节的支持方面还要保持相对灵活性。

图表27：今年5月以来DR007向逆回购利率收敛，存单利率持续走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

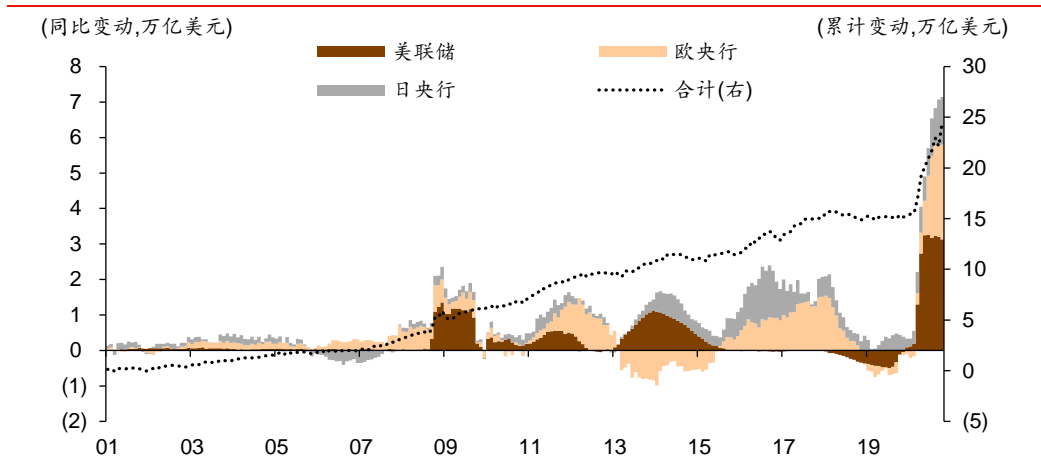
图表28：R007-DR007利差也随资金面收敛而放宽



资料来源：Wind，华泰证券研究所

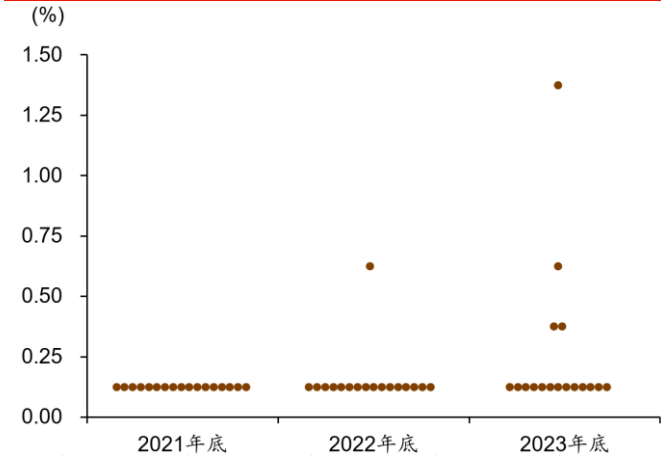
从全球流动性角度来看，虽然全球央行货币政策边际收敛，但总体仍处于宽松周期中。欧美疫情仍在扩散中，欧洲的财政政策缺乏协同效应，而美国财政刺激或带来政府杠杆率继续攀升，在新的平均通胀目标框架下，保持偏宽松的货币政策仍是概率较高的选择，全球流动性或仍将保持整体充裕。

图表29：今年以来三大发达国家央行扩表速度明显快于2008年危机时



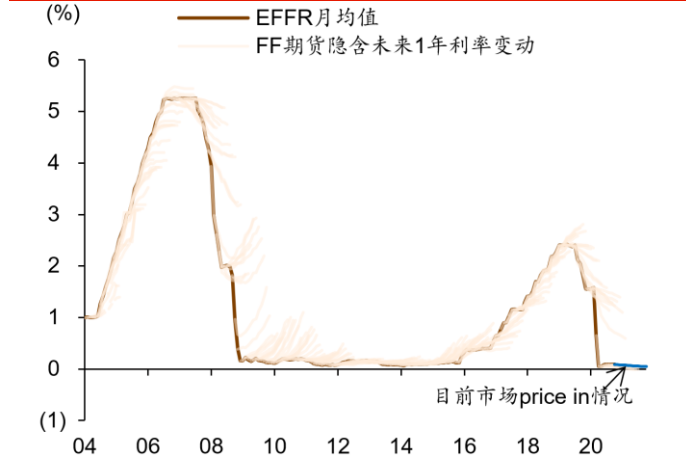
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表30: 美联储9月点阵图向市场明确传达“2024年前不加息”



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表31: 市场也基本 price in 了美联储会长期保持偏宽松货币政策



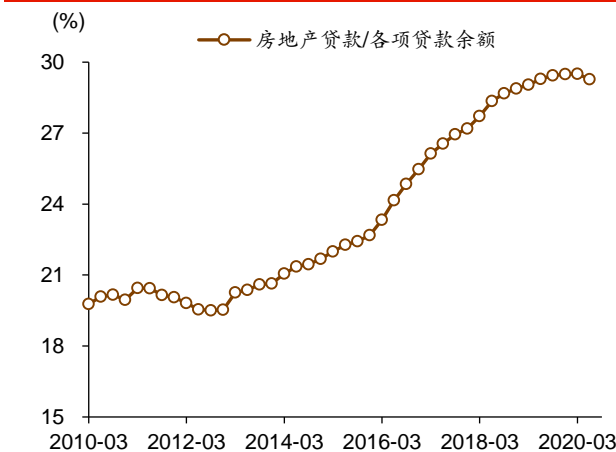
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

广义流动性：政策退潮下信用扩张放缓

量的层面，我们预测明年社融规模或下降至 33 万亿左右，社融增速预测 11% 左右，较今年下降 2-3 个百分点。主要基于以下四方面判断：

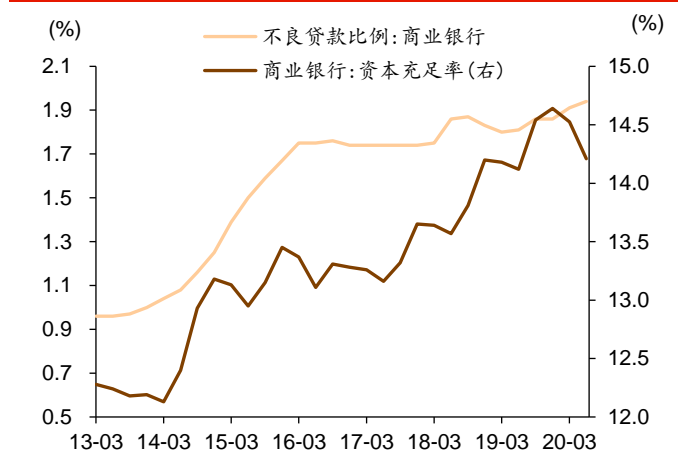
- (1) 随着疫情和经济好转，明年大规模财政刺激的必要性本身在下降，加之政府杠杆率、主权评级等顾虑，明年政府信用扩张大概率将放缓；
- (2) 房地产坚持去金融化，相关链条（房企、居民、地产相关产业等）信用扩张将放缓；
- (3) 商业银行正在面临资本金约束和缺存款问题；
- (4) 近期债券市场信用风险事件发酵，引发信用债定价体系调整、基金赎回、一级新发受阻等，也会对信用扩张产生一定拖累。

图表32: 房地产目前仍是信贷中的主力



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 今年上半年商业银行不良贷款率上升，资本充足率下降

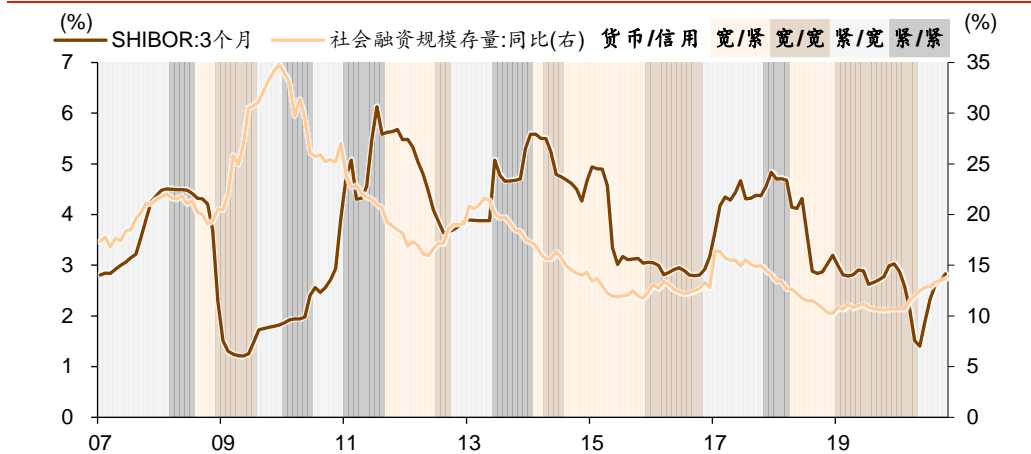


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

货币-信用框架下，债券处于转折前夕，商品更有支撑

如前述，明年货币政策或仍保持中性基调，边际偏紧的可能性相对较高，而信用扩张速度或边际放缓，由宽货币宽信用（今年 1-4 月）、紧货币宽信用（5 月至今）逐渐向紧货币紧信用过渡，而有无再度边际放松货币政策的转机，则需要观察明年二季度经济数据基数效应高点出现后政策层面的反应。

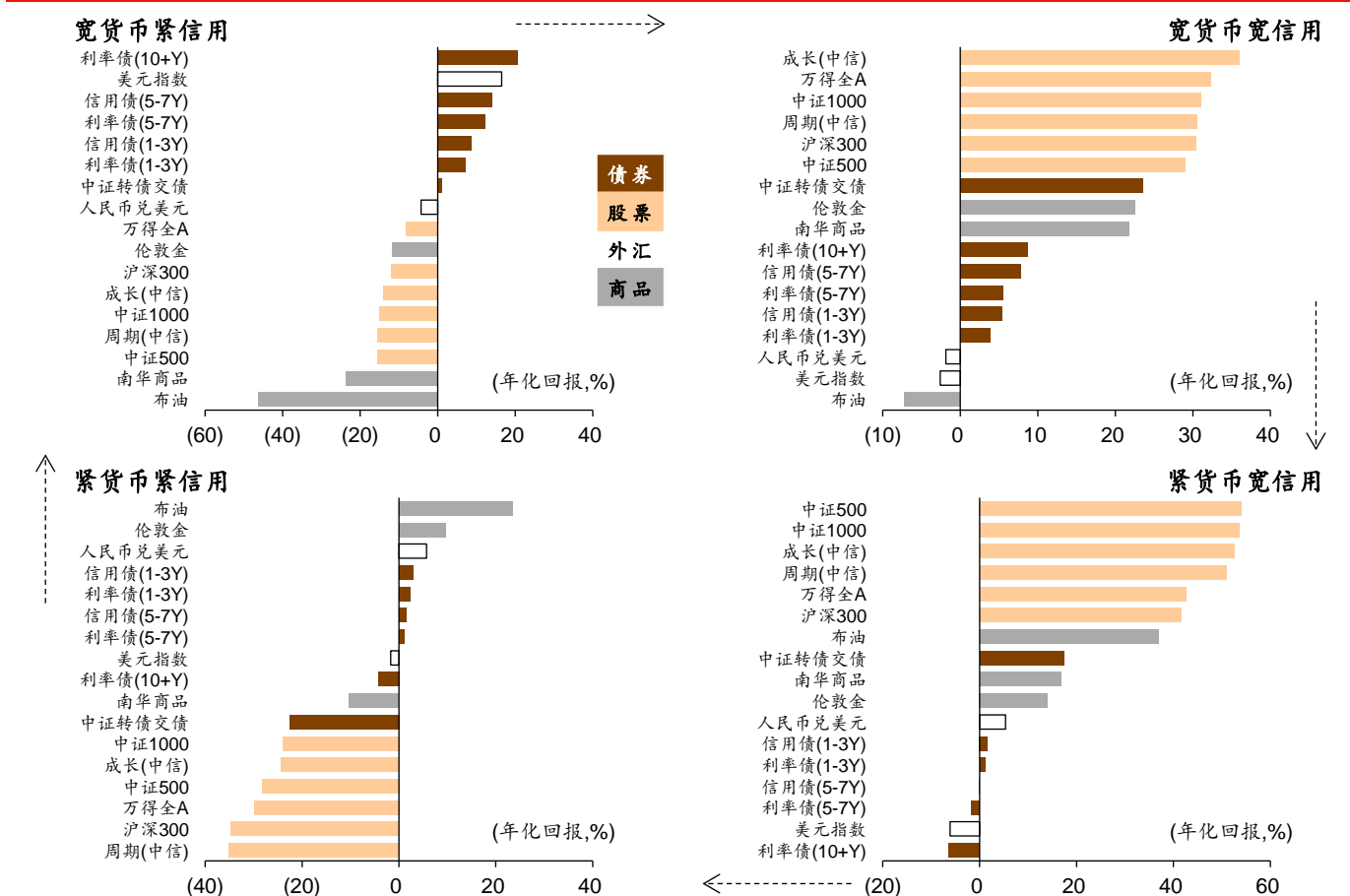
图表34：以 SHIBOR 和社融增速衡量，目前处于紧货币宽信用阶段，社融可能直到明年二季度才出现明显转向



资料来源：Wind，华泰证券研究所

参考历史上类似的时期，商品总体偏强，股市略好于债市，这与 5 月以来的市场表现基本相符。但随着阶段演进，股债间也可能会逐渐出现强弱切换，当然历史回测仅供参考，不能简单照搬。

图表35：参考历史上同样紧货币宽信用的时期，股市表现略强于债市，但后续可能出现强弱切换，商品、人民币总体偏强



注：时期划分同图表 34，图示为同类阶段各类资产的平均年化回报。

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

市场风格：“全守全攻”时期的结束

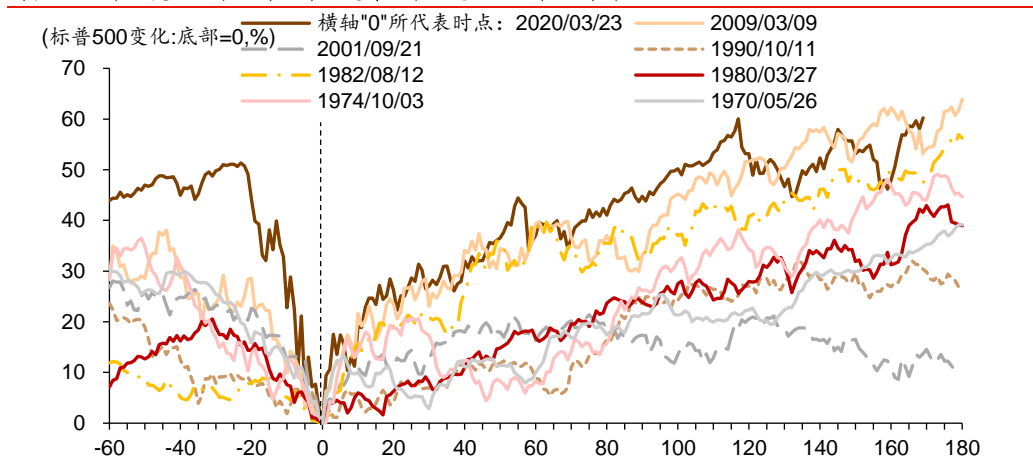
今年疫情“突发变量”和相应的封锁、货币、财政政策等“衍生变量”，都具有“全局性”的共同特征，在这些“全局变量”的影响下，今年的市场波动带有明显特点，拆解各类特征的成因，并判断哪些可能延续、哪些可能淡出，也有助于我们判断明年市场整体风格。

疫情中的三大特征：反转快、跨资产相关性强、抱团效应突出

特征一：市场强弱迅速切换，很快完成了由“衰退”到“复苏”的定价转变

以标普 500 为例，本轮美股在约 20 个交易日下跌超过 30%，是自 1970 年以来历次衰退中的最快跌幅，但随后在不到 120 个交易日内反弹超过 60%，是历史最快反弹之一。以风险资产衡量，市场在 1 个月时间内就完成了对疫情带来衰退的定价，随即开始迅猛反弹。

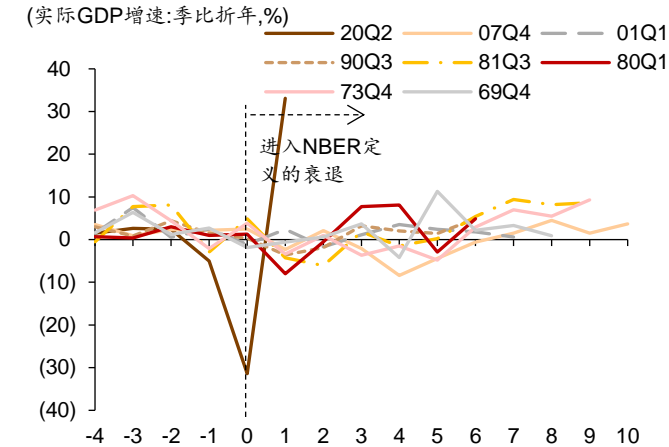
图表36： 本轮美股的下跌与反弹速度都位于历史上历次衰退前列



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

市场快速转向的原因，一方面是本轮由疫情引起的衰退，本来就兼具“反弹快速”和“拐点明确”两大特点，市场对经济基本面本身并未过度担忧；另一方面则是以美欧为代表的发达国家央行快速打开水闸，以大量流动性支撑了资产价格。本轮衰退由疫情引起，但由于传染病本身的特征，其负面影响更多来自于倒逼封锁政策，引起经济活动停摆，各经济主体的信心并未受到较大打击，故在各国货币财政政策全开、协助企业和居民保全其生产和消费能力的背景下，一旦放开封锁，经济活动基本可以正常反弹（甚至无需等疫情得到完全控制）。而美欧央行超宽松的货币政策，又使得全球金融市场在 3 月剧烈降杠杆砸出的“黄金坑”得以快速填补，资产价格在流动性支撑下快速修复，美股快速反弹主要由估值修复驱动，这与 2009 年危机后同样由宽松驱动下的行情特征相似。

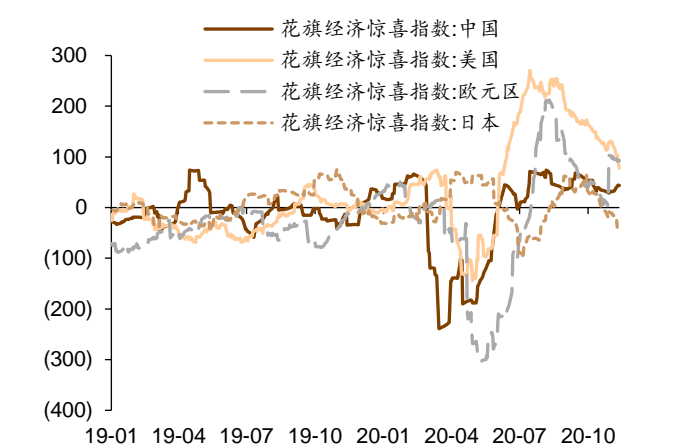
图表37： 美国经济本轮探底与反弹的幅度也是历史“之最”



注：各曲线名称为时点“0”所代表季度。

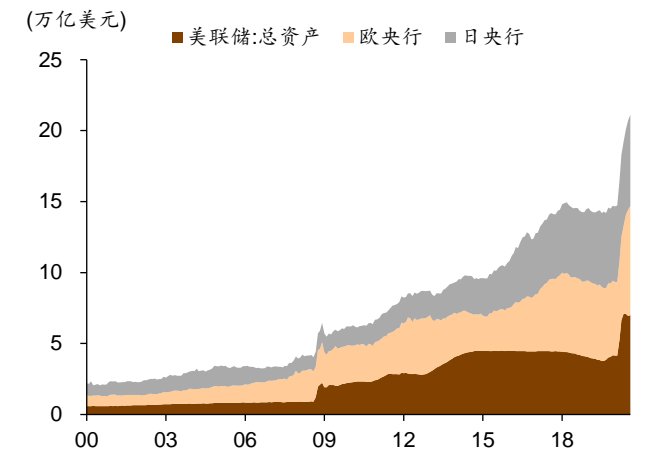
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表38： 从花旗惊喜指数也能看出，放开封锁可以带来经济快速反弹



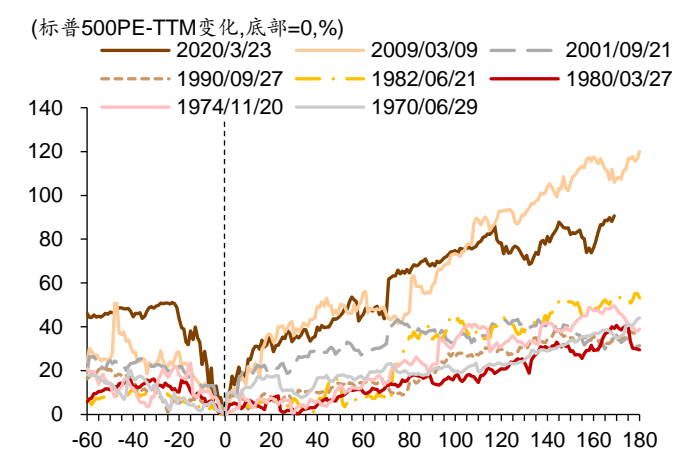
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表39： 为应对疫情，以美、欧为代表的发达国家央行再度快速扩张



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

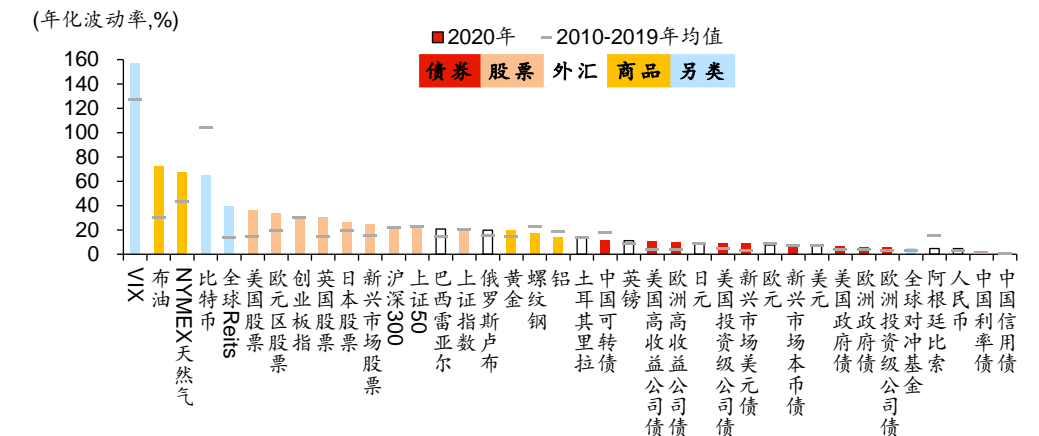
图表40： 因此，类似 2009 年，本轮美股快速反弹也主要由估值驱动



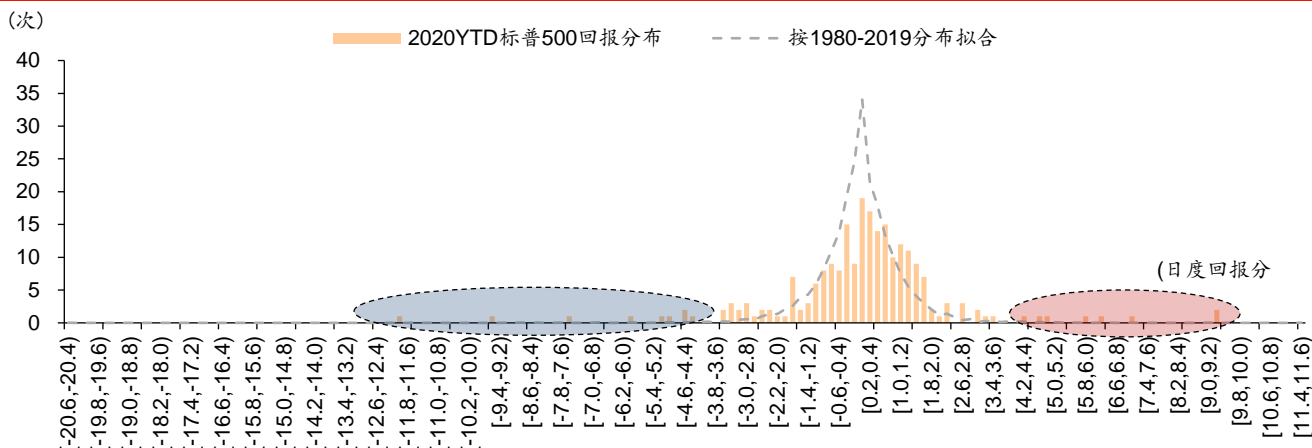
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

特征二：市场波动性加大，资产相关性高于历史平均水平，可视为“宏观交易大年”
疫情冲击下经济陷入“休克”，特殊时期抗疫、货币、财政等政策的出台效率也较高，在大量宏观“全局变量”快速生效，明显加大了各市场的波动。在我们统计的 38 个资产类别中，有 28 类资产今年 YTD 波动率高于 2010-2019 年平均水平，其中原油、海外股票、高收益债等在 3 月受到流动性冲击较大的风险资产波动率更是明显超出历史平均水平。

图表41： 2020 年各类资产的波动率总体高于 2010-2019 平均水平



资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

图表42： 2020YTD 美股日度回报分布较 1980-2019 更加“肥尾”，出现了多次单日暴涨暴跌的情况

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

另一方面，宏观“全局变量”+流动性主导，使得资产间相关性明显上升，选择“站在哪方”比“具体哪个品种”显得更为重要。对前述 38 个资产类别两两求滚动 120 天相关系数并取平均，不难发现今年在疫情这一贯穿全年的因素影响下，资产间相关性上升较为明显。特别是，历经 3 月的全球流动性危机+后续风险资产齐涨的复苏交易后，大类资产相关性明显提升至 2011 年以来的高位。资产间相关性提升，使得常规状态下“东方不亮西方亮”的对冲效应在极端情况下失效，造成了 3 月的跨市场流动性危机，无论怎样配置都无法“避险”。但相关性提升的好处也正在于，在 3 月各类市场砸出“黄金坑”后，只要沿着复苏和流动性宽松做交易，无论选择的品种是商品、权益还是金银等贵金属，收益都不会太差。

图表43： 且大类资产相关性于年中攀升至 2011 年以来高点，目前仍在 2011 年以来均值上方

注：以图表 41：所涉及 38 个资产类别两两滚动 120 天相关系数均值衡量。

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

图表44： 国内主流大类资产相关性矩阵（2010 年以来）

| 资产类别 | | 股 | | | | | | 债 | | | | | | 商品 | | | 外汇 | | |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|----------|----------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | 上证综指 | 上证50 | 沪深300 | 中证500 | 中小板指 | 创业板指 | 国债1Y | 国债5Y | 国债10Y | 企业债AAA1Y | 企业债AAA5Y | 企业债AA+1Y | 企业债AA+5Y | 南华工业品 | 南华农产品 | 南华贵金属 | 美元兑人民币 | 人民币指数 |
| 股 | 上证综指 | | 0.81 | 0.89 | 0.94 | 0.91 | 0.78 | -0.29 | -0.26 | -0.35 | -0.35 | -0.37 | -0.37 | -0.42 | -0.16 | -0.34 | -0.38 | 0.32 | -0.35 |
| | 上证50 | 0.81 | | 0.98 | 0.70 | 0.77 | 0.68 | -0.29 | -0.33 | -0.46 | -0.42 | -0.45 | -0.48 | -0.55 | 0.15 | -0.49 | -0.45 | 0.59 | -0.70 |
| | 沪深300 | 0.89 | 0.98 | | 0.81 | 0.88 | 0.75 | -0.30 | -0.31 | -0.43 | -0.41 | -0.43 | -0.46 | -0.52 | 0.08 | -0.43 | -0.41 | 0.52 | -0.60 |
| | 中证500 | 0.94 | 0.70 | 0.81 | | 0.94 | 0.91 | -0.21 | -0.21 | -0.34 | -0.29 | -0.37 | -0.32 | -0.41 | -0.39 | -0.41 | -0.54 | 0.23 | -0.36 |
| | 中小板指 | 0.91 | 0.77 | 0.88 | 0.94 | | 0.88 | -0.23 | -0.21 | -0.32 | -0.32 | -0.35 | -0.35 | -0.40 | -0.20 | -0.33 | -0.40 | 0.28 | -0.37 |
| | 创业板指 | 0.78 | 0.68 | 0.75 | 0.91 | 0.88 | | -0.21 | -0.25 | -0.41 | -0.33 | -0.45 | -0.36 | -0.48 | -0.50 | -0.61 | -0.69 | 0.22 | -0.46 |
| 债 | 国债1Y | -0.29 | -0.29 | -0.30 | -0.21 | -0.23 | -0.21 | | 0.90 | 0.77 | 0.92 | 0.81 | 0.87 | 0.76 | -0.04 | 0.32 | -0.16 | -0.53 | 0.17 |
| | 国债5Y | -0.26 | -0.33 | -0.31 | -0.21 | -0.21 | -0.25 | 0.90 | | 0.94 | 0.90 | 0.93 | 0.87 | 0.88 | 0.01 | 0.37 | -0.07 | -0.59 | 0.34 |
| | 国债10Y | -0.35 | -0.46 | -0.43 | -0.34 | -0.32 | -0.41 | 0.77 | 0.94 | | 0.84 | 0.95 | 0.83 | 0.93 | 0.12 | 0.49 | 0.16 | -0.60 | 0.52 |
| | 企业债AAA 1Y | -0.35 | -0.42 | -0.41 | -0.29 | -0.32 | -0.33 | 0.92 | 0.90 | 0.84 | | 0.92 | 0.99 | 0.91 | -0.01 | 0.44 | 0.02 | -0.65 | 0.36 |
| | 企业债AAA 5Y | -0.37 | -0.45 | -0.43 | -0.37 | -0.35 | -0.45 | 0.81 | 0.93 | 0.95 | 0.92 | | 0.92 | 0.98 | 0.15 | 0.53 | 0.20 | -0.63 | 0.49 |
| | 企业债AA+ 1Y | -0.37 | -0.48 | -0.46 | -0.32 | -0.35 | -0.36 | 0.87 | 0.87 | 0.83 | 0.99 | 0.92 | | 0.93 | -0.04 | 0.46 | 0.08 | -0.69 | 0.44 |
| | 企业债AA+ 5Y | -0.42 | -0.55 | -0.52 | -0.41 | -0.40 | -0.48 | 0.76 | 0.88 | 0.93 | 0.91 | 0.98 | 0.93 | | 0.08 | 0.55 | 0.27 | -0.70 | 0.60 |
| 商品 | 南华工业品 | -0.16 | 0.15 | 0.08 | -0.39 | -0.20 | -0.50 | -0.04 | 0.01 | 0.12 | -0.01 | 0.15 | -0.04 | 0.08 | | 0.50 | 0.55 | 0.43 | -0.18 |
| | 南华农产品 | -0.34 | -0.49 | -0.43 | -0.41 | -0.33 | -0.61 | 0.32 | 0.37 | 0.49 | 0.44 | 0.53 | 0.46 | 0.55 | 0.50 | | 0.71 | -0.26 | 0.43 |
| | 南华贵金属 | -0.38 | -0.45 | -0.41 | -0.54 | -0.40 | -0.69 | -0.16 | -0.07 | 0.16 | 0.02 | 0.20 | 0.08 | 0.27 | 0.55 | 0.71 | | -0.08 | 0.53 |
| 外汇 | 美元兑人民币 | 0.32 | 0.59 | 0.52 | 0.23 | 0.28 | 0.22 | -0.53 | -0.59 | -0.60 | -0.65 | -0.63 | -0.69 | -0.70 | 0.43 | -0.26 | -0.08 | | -0.77 |
| | 人民币指数 | -0.35 | -0.70 | -0.60 | -0.36 | -0.37 | -0.46 | 0.17 | 0.34 | 0.52 | 0.36 | 0.49 | 0.44 | 0.60 | -0.18 | 0.43 | 0.53 | -0.77 | |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

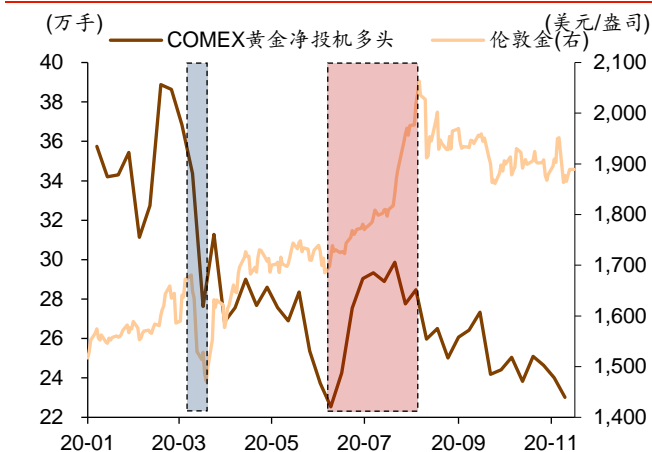
特征三：部分市场抱团效应突出，如贵金属、股市的部分行业板块等

前述两大特点在今年表现得尤其突出，其实与部分市场的抱团效应也密不可分。抱团的背后，一方面源于疫情冲击下确定性资产集中，其次在于股基明星效应（业绩好→发爆款基金→买入重仓股……）推动风格强化。正由于投资者头寸集中，在宏观因素驱动市场强弱切换的过程中，就会有大量投资者同向调整头寸，带来市场快速切换和波动性放大的极致演绎。简单举例如下：

- （1）3月流动性危机中大量隐性做空波动率的头寸一齐解杠杆，引发全球股、债、商品、汇率几乎全线下跌；
- （2）9月21日在欧美疫情再次抬头的冲击下，全球股市大跌，商品和贵金属调整；
- （3）11月9日则在辉瑞公司疫苗研发进展的刺激下，全球剧烈转向 risk-on 风格，受疫情支撑较多的科技股出现明显调整，市场开始明显转向周期板块。

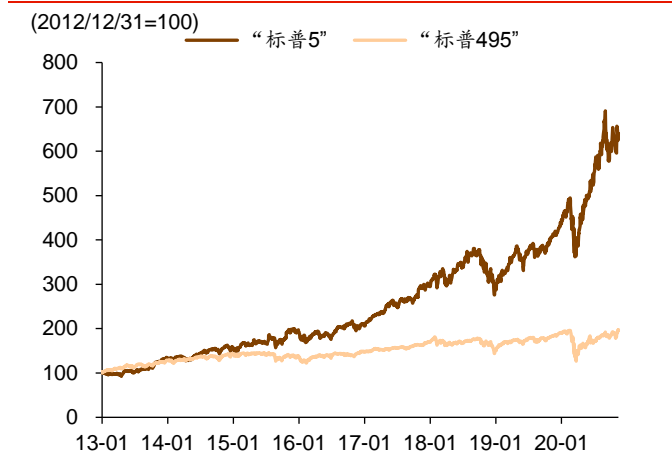
总体看，市场大涨大跌较多的板块往往对应头寸集中，如黄金（做空美元）、美股的科技板块、A股上半年的“喝酒吃药”行情等。

图表45： 投机头寸的集中调整，带来了黄金大起大落的行情



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

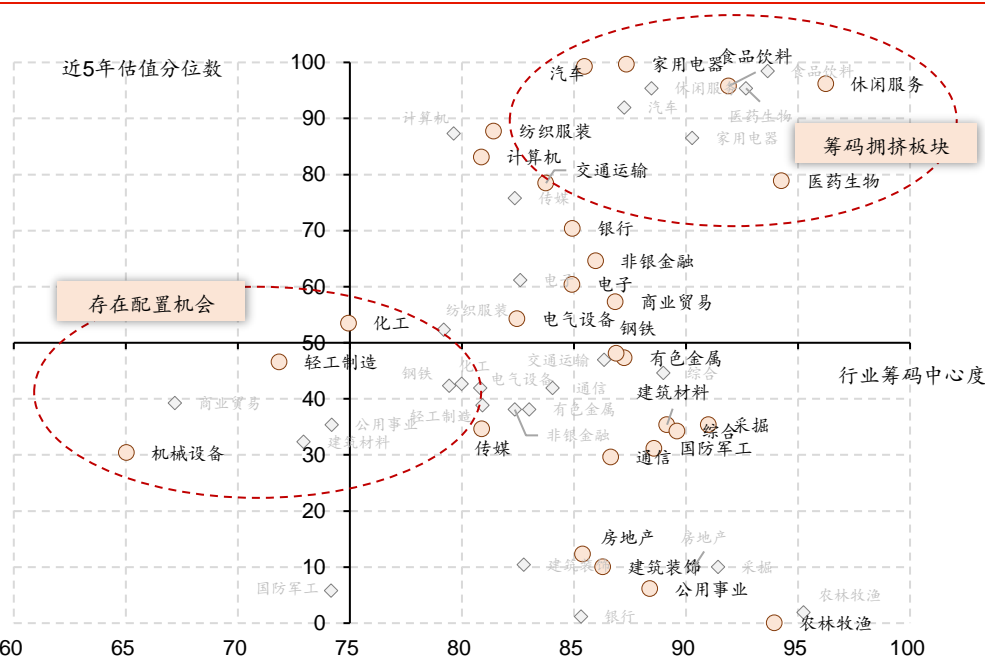
图表46： 科技板块“标普5”总市值增速今年也明显超过“标普495”



注：“标普5”指 Facebook、苹果、亚马逊、微软、谷歌，剔除这5家公司后的其余成分。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表47： A股行业筹码拥挤度与估值水平，食品饮料、医药等板块的抱团效应也较为明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可能的新变化：“全守全攻”时期的结束

疫情“突如其来”+政策“大开大合”+基本面“大幅折返”，共同造就了今年市场“全守全攻”的风格。仅从常识推断都不难发现这三个因素在2021年可能面临的挑战：

- (1) 随着防疫政策生效、疫苗研发推进，疫情终将过去，但显然无论是新增病例减少的节奏还是疫苗接种的节奏，与传染病“指数传播”的特征仍有差距，“病来如山倒”，“病去”时可能平缓得多；
- (2) 政策应急时重“果断”，某种程度上来说其救急效果就是来自于正面冲击，但在退出过程要考虑负面冲击的前提下，前瞻指引等工具会得到广泛应用，退出节奏也相对温和；
- (3) 在疫情与政策节奏都明显比今年更平缓的背景下，今年的基本面高波动也不容易在明年重演；
- (4) “抱团”品种估值当中反映了太多乐观预期，筹码容易松动。尤其是顺周期品种表现好转之后，也会起到资金分流作用。

2021 年疫情、政策、经济三大周期可能较今年更为温和，资产高波动率与高相关性也难以持续，或将逐渐向常态回归。且在基本面与投资者偏好逐渐向顺周期板块过渡的过程中，由于顺周期板块包含范围更广，分歧也可能有所增加，少数“疫情免疫”的成长股抱团现象也可能得到明显缓解。

估值驱动不再，但相对估值更重要

随着全球央行大宽松阶段结束，政策逐渐回归正常化，估值驱动的阶段正在过去。

单纯从估值的角度看：

- (1) 当下 A 股各行业估值分化仍然显著，消费板块在内循环的大背景下持续受到追捧，尤其是食品饮料、家电等，但此前抱团的医药生物板块开始出现瓦解迹象，周期板块中，商贸、银行修复至中性水平附近，建材和机械估值尚在 50 分位之下；
- (2) 债市延续调整，而从历史水平角度来看，利率债已接近中位数，信用债受到近期风险事件影响也出现明显调整，债市目前总体仍偏逆风；
- (3) 理财等相比历史水平还有一定吸引力，但也在下降，且在理财净值化持续推进的背景下，净值波动率成为了理财的新考察维度，吸引力总体下降趋势可能难改。货基价值继续保持低位，总体而言二者仍是股市潜在资金的“蓄水池”。

图表48： 大类资产表现与估值全景图

| 市场 | 权益 | | 变动率 | | | | |
|---------|-------|------------------|-----|-------|-------|--------|-------|
| | 价格指数 | | | | | | |
| | 最新 | 百分位(PE-TTM, 07-) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 上证综指 | 3378 | | 58% | 10.7% | 3.0% | 0.1% | 16.0% |
| 创业板指数 | 2667 | | 80% | 48.3% | 2.5% | -1.3% | 55.1% |
| 中小板综指 | 12626 | | 72% | 30.5% | 3.0% | -2.4% | 38.0% |
| 中证100指数 | 5068 | | 67% | 17.4% | 4.8% | 6.5% | 21.9% |
| 沪深300指数 | 4943 | | 70% | 20.7% | 4.8% | 3.8% | 26.5% |
| 中证500指数 | 6423 | | 36% | 21.9% | 3.4% | -3.5% | 29.9% |
| 行业 | 价格指数 | | 变动率 | | | | |
| | 最新 | 百分位(PE-TTM, 07-) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| | 最新 | 百分位(PE-TTM, 07-) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 农林牧渔 | 3834 | | 0% | 15.9% | 1.4% | -18.6% | 14.1% |
| 采掘 | 2448 | | 32% | -2.7% | 8.5% | 5.7% | 4.6% |
| 化工 | 3653 | | 60% | 35.1% | 9.3% | 7.0% | 49.3% |
| 钢铁 | 2348 | | 32% | 10.1% | 15.0% | 13.8% | 18.4% |
| 有色金属 | 3785 | | 55% | 24.6% | 16.5% | 9.6% | 43.6% |
| 电子 | 4704 | | 49% | 35.2% | 5.5% | -1.9% | 48.4% |
| 家用电器 | 10260 | | 84% | 31.9% | 16.9% | 20.2% | 41.1% |
| 食品饮料 | 25264 | | 85% | 62.4% | 6.0% | 5.8% | 60.3% |
| 纺织服装 | 1923 | | 78% | 0.2% | -2.0% | -1.2% | 7.9% |
| 轻工制造 | 2763 | | 29% | 22.8% | 6.4% | 0.5% | 29.3% |
| 医药生物 | 11343 | | 69% | 41.9% | -1.3% | -7.4% | 37.7% |
| 公用事业 | 2027 | | 13% | 2.3% | 1.9% | -3.4% | 5.3% |
| 交通运输 | 2439 | | 76% | 2.4% | 4.8% | 0.8% | 7.9% |
| 房地产 | 4124 | | 6% | -3.9% | 1.8% | -4.1% | 6.4% |
| 商业贸易 | 3558 | | 50% | 9.8% | -2.9% | -11.4% | 14.2% |
| 休闲服务 | 9668 | | 99% | 56.7% | 1.4% | -7.1% | 66.0% |
| 综合 | 2414 | | 27% | 13.9% | 0.3% | -7.6% | 23.5% |
| 建筑材料 | 8249 | | 18% | 30.5% | 8.3% | -4.2% | 51.3% |
| 建筑装饰 | 2092 | | 5% | 0.1% | 0.8% | -6.1% | 7.0% |
| 电气设备 | 7133 | | 47% | 63.8% | 6.4% | 13.0% | 79.3% |
| 国防军工 | 1567 | | 57% | 39.1% | 2.6% | -2.1% | 47.0% |
| 计算机 | 5350 | | 88% | 14.5% | -3.5% | -11.7% | 17.5% |
| 传媒 | 785 | | 16% | 15.4% | -2.8% | -11.4% | 24.3% |
| 通信 | 2309 | | 48% | 0.1% | 0.2% | -9.4% | 5.6% |
| 银行 | 3684 | | 54% | -3.6% | 1.3% | 6.5% | -0.7% |
| 非银金融 | 2216 | | 42% | 3.5% | -1.3% | -1.2% | 11.1% |
| 汽车 | 5850 | | 84% | 49.5% | 14.5% | 25.2% | 62.6% |
| 机械设备 | 1496 | | 45% | 27.5% | 5.1% | 3.3% | 37.9% |

| 货币 | 到期收益率 | | 变动BP | | | | |
|---------------|-------|---------|------|-------|------|------|-------|
| | 最新 | | | | | | |
| | 最新 | 百分位(历史) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 余额宝 | 1.95 | | 8% | -51.6 | 19.1 | 47.4 | -39.2 |
| 理财:3个月 | 3.79 | | 33% | -10.9 | 12.7 | -9.1 | -16.3 |
| 理财:6个月 | 3.85 | | 30% | -24.5 | 14.0 | 11.5 | -10.5 |
| 同业存单:3个月 | 3.15 | | 50% | 36.6 | 15.0 | 45.1 | 10.3 |
| 同业存单:6个月 | 3.23 | | 45% | 42.9 | 13.4 | 33.4 | 20.8 |
| 定期存款利率:1年 | 1.50 | | 0% | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| R007加权平均(B1W) | 2.44 | | 44% | -54.6 | 4.3 | -2.1 | -28.7 |

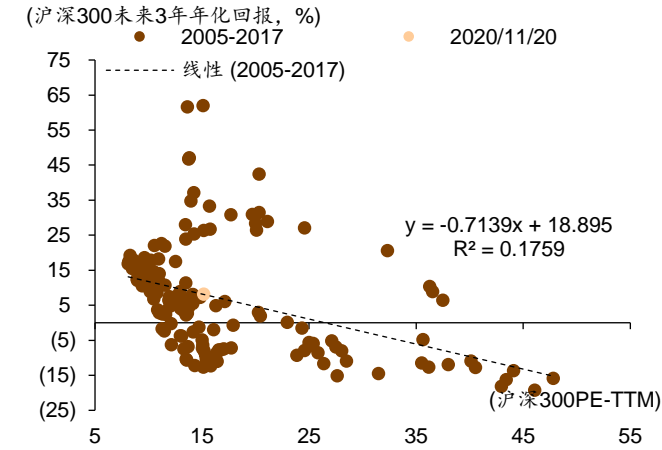
| 利率债 | 到期收益率 | | 变动BP | | | | |
|-------|-------|---------|------|------|------|------|------|
| | 最新 | | | | | | |
| | 最新 | 百分位(历史) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 1年国债 | 2.95 | | 71% | 58.7 | 26.8 | 52.7 | 26.3 |
| 5年国债 | 3.19 | | 58% | 30.1 | 19.1 | 28.0 | 13.9 |
| 10年国债 | 3.31 | | 40% | 17.4 | 11.4 | 31.3 | 7.5 |
| 1年国开 | 3.09 | | 57% | 59.3 | 25.3 | 34.4 | 31.1 |
| 5年国开 | 3.53 | | 47% | 15.9 | 6.0 | 14.5 | -0.8 |
| 10年国开 | 3.78 | | 43% | 19.8 | 5.8 | 25.0 | 15.5 |
| 5年地方债 | 3.36 | | 36% | 27.3 | 3.8 | 27.7 | 9.1 |

| 信用债 | 到期收益率 | | 变动BP | | | | |
|----------|-------|---------|------|------|------|-------|------|
| | 最新 | | | | | | |
| | 最新 | 百分位(历史) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 5年企业债AAA | 4.08 | | 39% | 37.1 | 11.1 | 21.5 | 19.2 |
| 5年企业债AA | 4.73 | | 26% | 30.1 | 21.1 | 22.5 | 14.2 |
| 5年中短票AAA | 4.06 | | 34% | 35.0 | 8.9 | 19.3 | 17.1 |
| 5年中短票AA | 4.73 | | 27% | 31.0 | 20.9 | 22.3 | 16.0 |
| 5年城投债AAA | 4.07 | | 28% | 23.4 | 9.5 | 19.8 | 18.3 |
| 5年城投债AA | 4.87 | | 23% | 29.3 | 23.5 | 27.8 | 8.3 |
| ABS | 3.98 | | 15% | 20.1 | 7.9 | 19.1 | -5.9 |
| 票据 | 2.88 | | 12% | 0.0 | 0.0 | -78.0 | 36.0 |

| 大宗商品 | 到期收益率 | | 变动BP | | | | |
|-----------------|-------|---------|------|--------|-------|-------|--------|
| | 最新 | | | | | | |
| | 最新 | 百分位(历史) | YTD | 1M | 3M | 12M | |
| 南华综合指数 | 1512 | | 94% | -1.3% | 2.8% | 1.4% | 2.5% |
| 南华能化指数 | 1102 | | 28% | -18.3% | 0.9% | 1.1% | -14.7% |
| 南华金属指数 | 4337 | | 100% | 25.1% | 7.8% | 5.7% | 29.8% |
| 南华农产品指数 | 849 | | 55% | 7.8% | 1.7% | 9.5% | 10.1% |
| 期货:铜 | 53080 | | 66% | 7.7% | 1.9% | 2.1% | 13.2% |
| 动力煤(Q5500) | 620 | | 60% | 12.7% | 1.6% | 10.1% | 12.2% |
| 螺纹钢:HRB400 20mm | 4250 | | 78% | 13.9% | 12.7% | 14.9% | 2.7% |
| 黄金:Au9999 | 392 | | 97% | 15.1% | -2.6% | -5.5% | 17.4% |

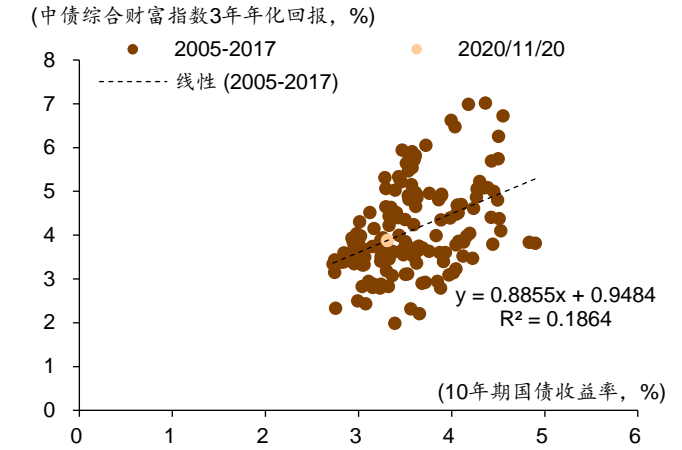
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表49： 沪深 300 股息率隐含未来 3 年年化回报约 8%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

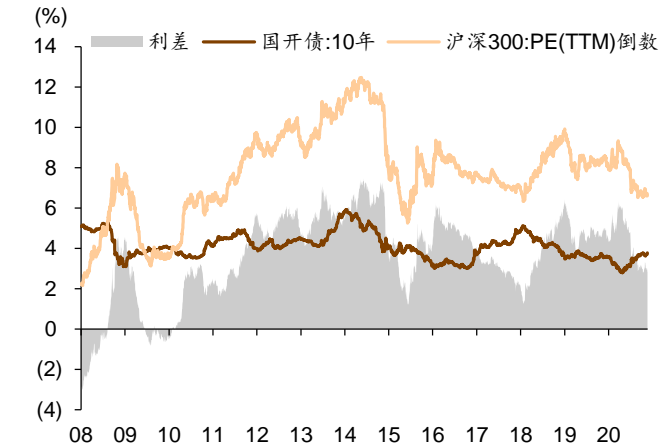
图表50： 国债绝对收益率隐含未来 3 年年化回报约 4%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

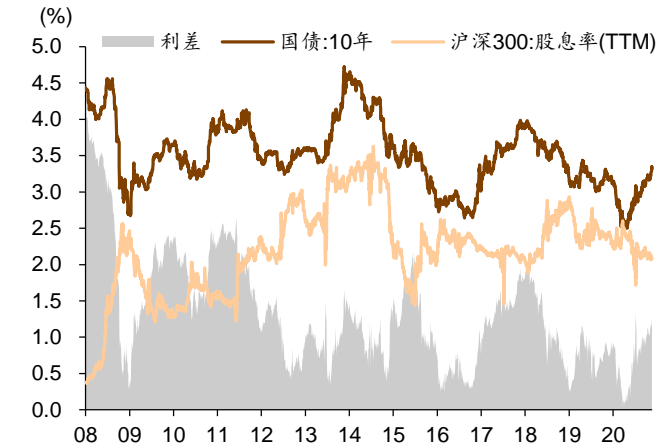
从沪深 300 股息率/10 年期国债收益率来看，今年自 5 月以来市场基本维持股强债弱的格局，总体看二者性价比已经略偏向债市。这一指标隐含股债目前整体趋势性机会都不多，股市仍以重行业、板块的结构性行情，债市仍处于防守反击阶段，短期略显逆风。从跨市场策略来说，做轮动的机会有限，以保持总体偏均衡的配置为宜。

图表51： 沪深 300 的 P/E 相比 10 年期国债不算特别便宜



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52： 国债收益率-沪深 300 股息率差值已回到历史中性水平附近



资料来源：Wind，华泰证券研究所

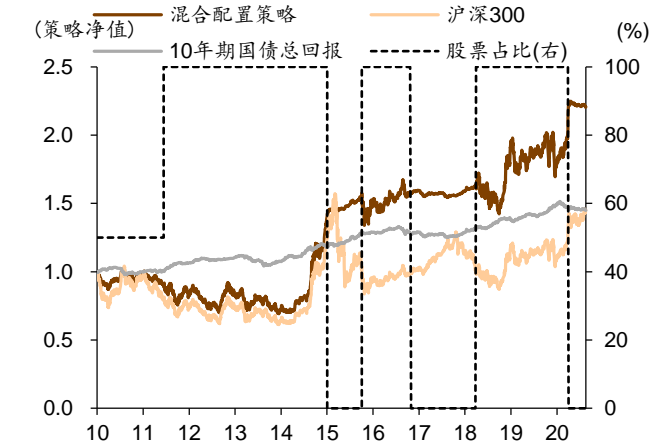
使用沪深 300 股息率/10 年期国债收益率指标进行回测验证，构造策略：1、期初，股、债占比均为 50%；2、>80 分位数，全仓沪深 300；3、<20 分位数，全仓 10 年期国债。这样一个简单的兼顾“估值”和“惯性”的策略，在 2010 年以来的回测中已经明显跑赢了单一资产类别。

图表53： 目前股债性价比已开始向债市略倾斜



资料来源：Wind，华泰证券研究所

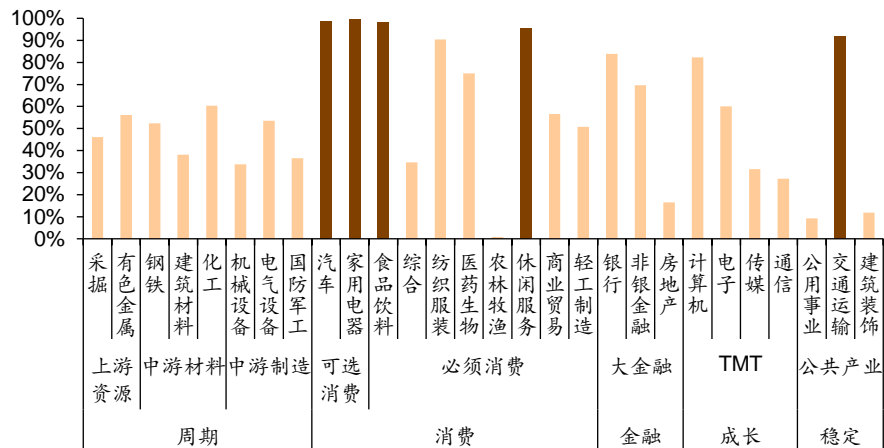
图表54： 相对性价比简单策略表现胜出纯债或纯股



资料来源：Wind，华泰证券研究所

股市方面，整体相比国际市场与其他资产性价比并不差，但结构上看，A股内部板块分化仍较明显。行业层面，休闲服务、食品饮料、家电、汽车、计算机估值接近历史高点，农林牧渔、地产、建筑装饰、公用与采掘则显著偏低；风格层面，绩优股的估值已达到极值，大盘品种估值远远高于中小盘，消费与成长明显偏贵，相比之下周期品、低价股的性价比相对更好。

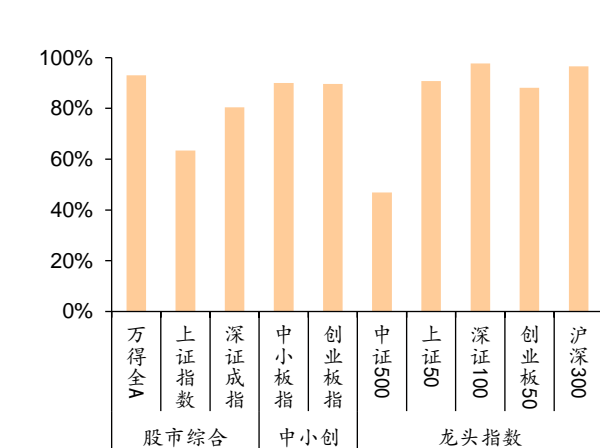
图表55： 行业估值分化明显，消费板块整体偏贵



注：估值分位数为相应行业近5年PE-TTM分位数

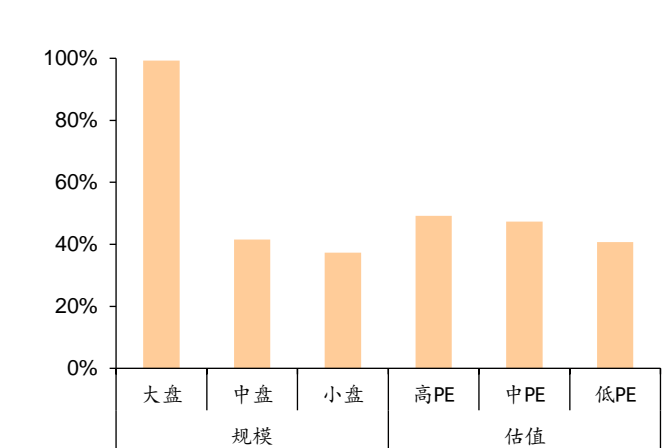
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表56： 核心指数的估值分位数



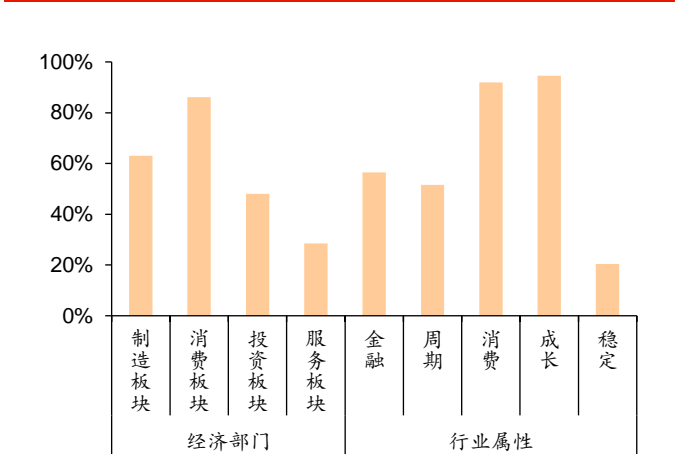
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57： 重要风格的估值分位数



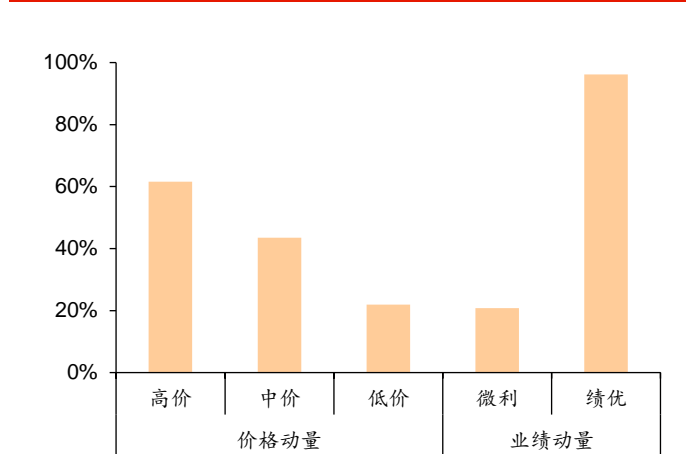
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 主要板块的估值分位数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

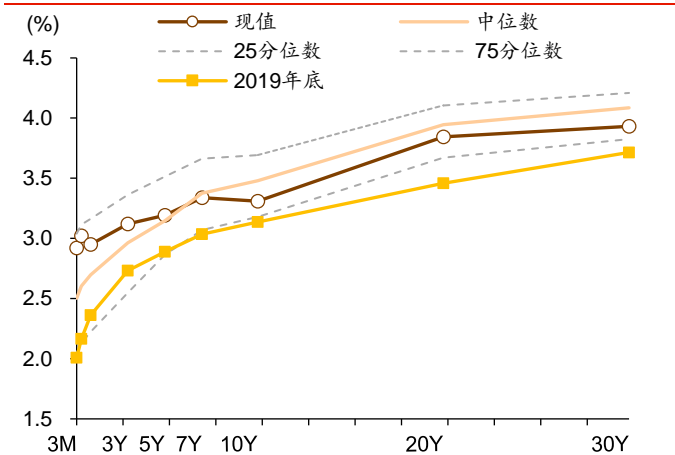
图表59： 主要因子的估值分位数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

债市方面，目前整体收益率水平已经接近历史中位数，息差回升至中性偏高水平，收益率曲线仍较平坦，信用利差有所走阔，中美利差已达历史高位，总体不宜过度悲观。

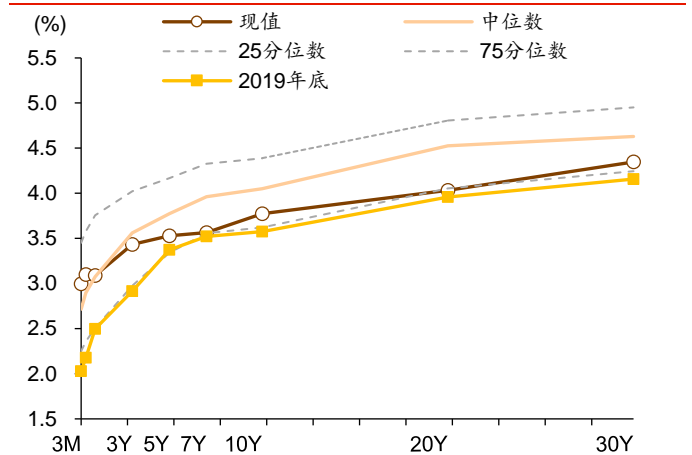
图表60： 国债收益率已整体接近或超过历史中位数水平



注：分位数均根据近 10 年数据计算，下同。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表61： 国开债收益率水平也基本类似



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表62： 10 年期国债收益率接近历史中位数水平



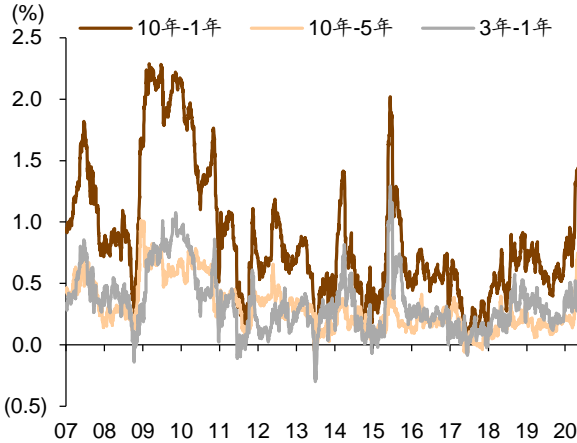
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表63： 1 年期已经明显超过历史中位数



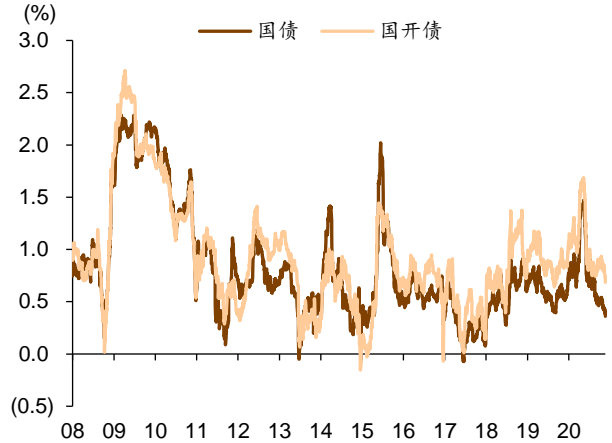
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表64： 国债各期限利差来看，收益率曲线整体偏平



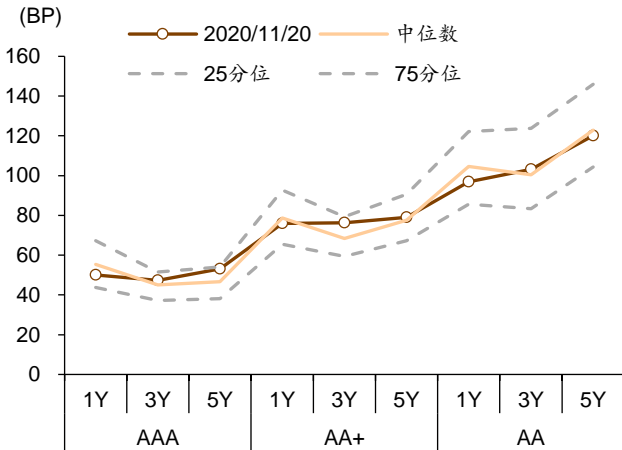
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表65： 10年-1年国开债也有类似结论



资料来源：Wind，华泰证券研究所

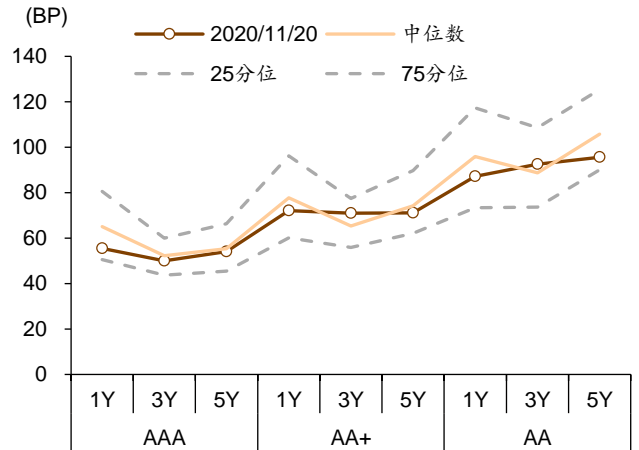
图表66： 受到最近风险事件冲击，中票-国开利差回归历史中位数



注：分位数均根据 2015 年以来数据计算，下同。

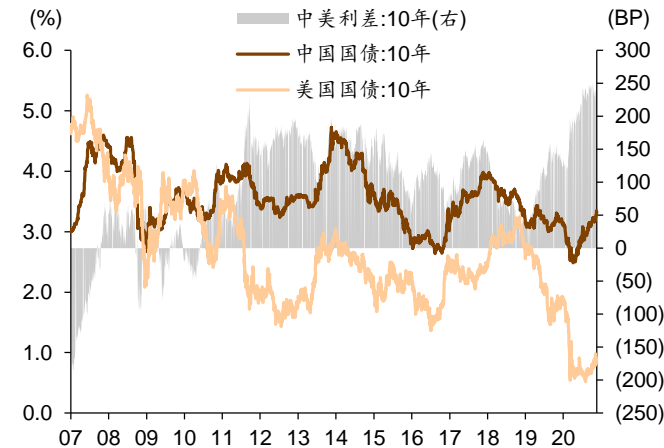
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表67： 城投也有向历史中位数回归的趋势



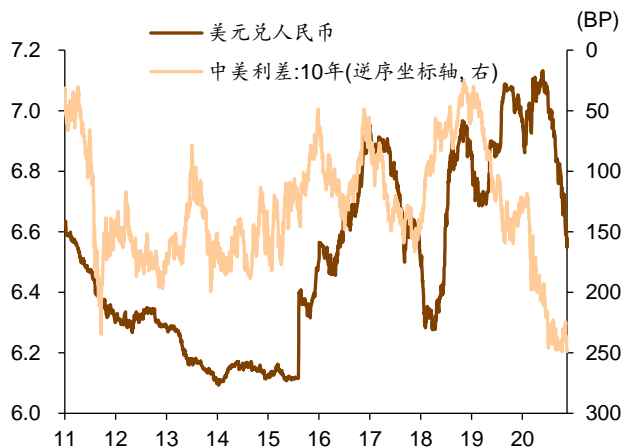
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表68： 10年期中美利差接近历史高位



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表69： 人民币汇率稳定、中美利差较高有利于吸引外资流入



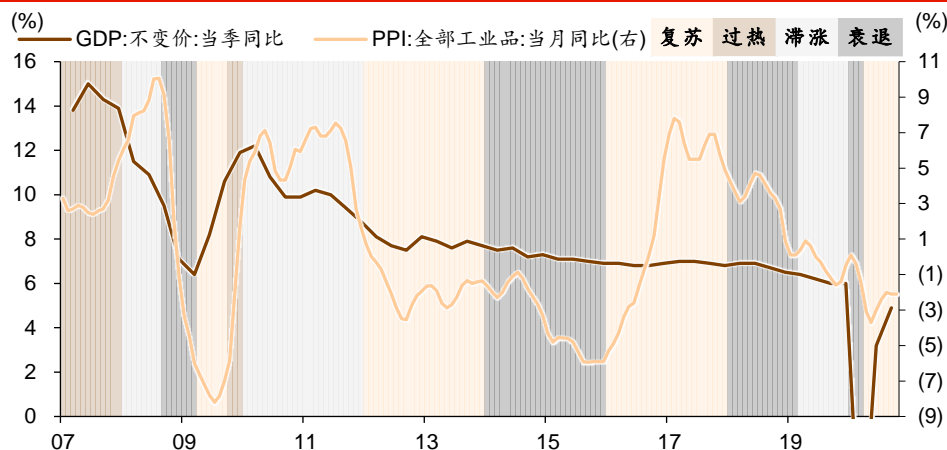
资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产配置展望：从“全守全攻”到“强弱切换”

传统“增长-通胀”框架的参考价值与局限性

如前述，以传统的“增长-通胀”框架的四阶段划分来看，我国当前处于复苏期，且明年基本面可能延续渐进修复进程，而从 M2 等领先指标和猪周期阶段来看，经济可能进入温和再通胀期。从历史来看，2015 年、2018 年分别因为股灾和中美贸易摩擦等原因，复苏进程戛然而止并转向衰退，而 2008 年危机前后我国的周期才比较典型和完整，目前看在货币财政政策等向常态回归的背景下，经济虽暂时没有过热的担忧，但历史上典型的复苏与过热的“中间态”或仍有一定参考意义。

图表70：在传统“增长-通胀”框架四阶段划分中，目前处于疫情后的复苏阶段

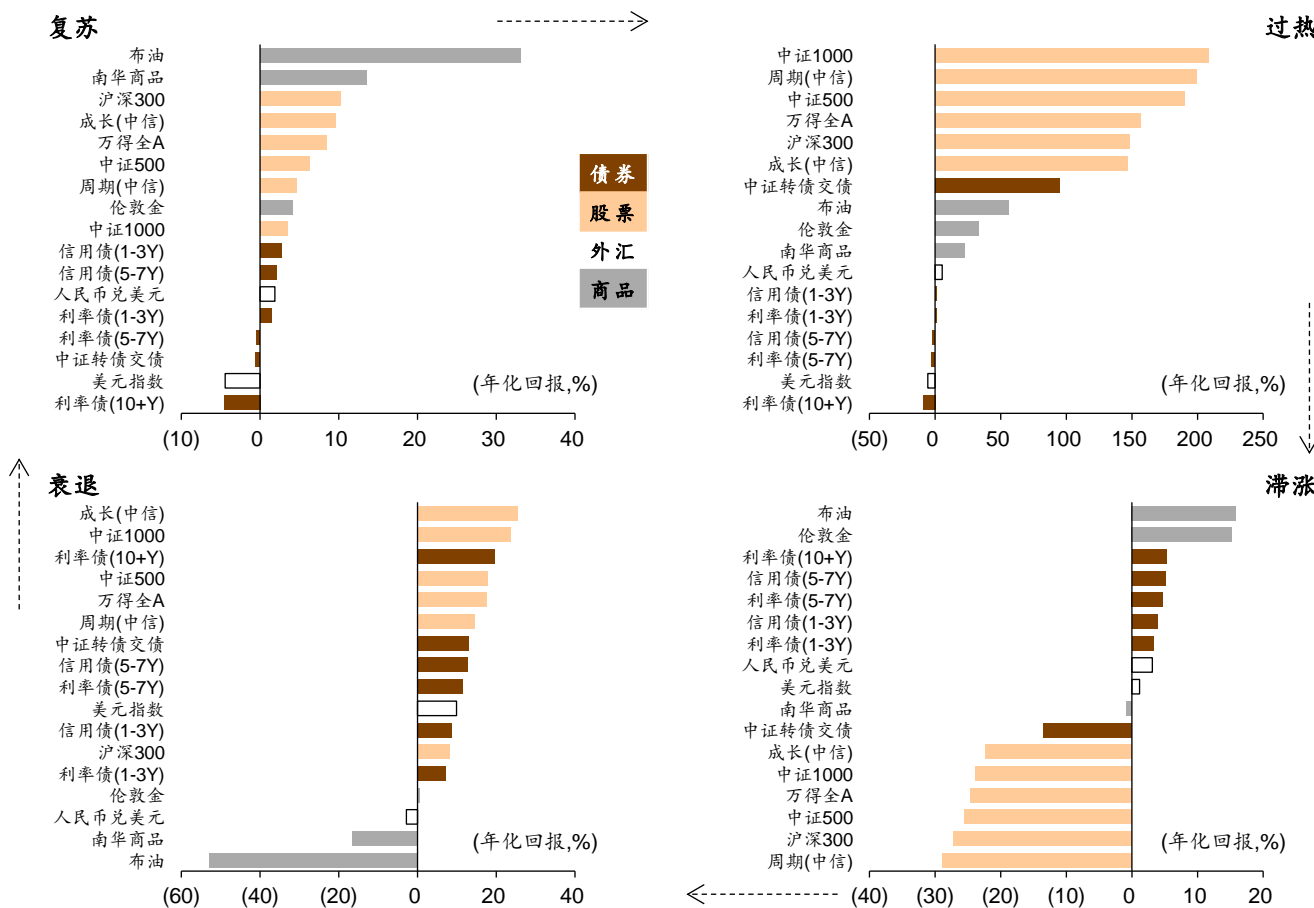


资料来源：Wind，华泰证券研究所

四阶段划分来看，历史上由复苏向过热过渡的阶段中，商品、权益、转债表现较好，股市风格由成长逐渐转向周期，人民币总体偏强。从历史上典型的复苏阶段来看，商品>权益>信用债>利率债，成长股>周期股，这与今年5月以来的市场表现基本吻合，而历史上可参考的过热阶段中，权益>商品>信用债>利率债，周期股>成长股。当然，我们认同，在投资中“模糊的正确”要胜过“精确的错误”，历史不会简单重复，也不能机械照搬。但综合看这两类历史阶段，也不难得出商品、权益、转债表现较好、股市风格逐渐由成长转向周期、人民币总体偏强等“模糊结论”。

不过，需要指出的是，疫情后时代的修复与传统经济周期不同，不宜线性外推。全球经济面临的三低一高难题，现在在疫情之后得到了加强而非弱化。疫情后的修复有别于传统经济周期，难以出现类似春夏秋冬循环往复。比如对中国外需，我们认为短期是供求错位的结果，在全球经济修复过程中也将保持，但一旦全球产业链均得到修复，供给替代效应将会占上风。

图表 71： 四阶段划分下的资产表现，在由复苏向过热过渡的阶段中，商品、权益、转债表现较好，风格逐渐由成长转向周期，人民币偏强



注：阶段划分同图表 70，图示为同类阶段各类资产的平均年化回报。

资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

战略配置思考：全球复苏背景下的“相信常识”

如前述讨论，我们判断明年海外基本面有“追赶效应”、国内温和修复+再通胀、财政政策接棒货币政策回归常态、中美关系不确定性下降但对抗仍难以避免、流动性外松内稳、信用环境较今年有所收敛。据此，我们对 2021 内资产表现有如下思考：

经济修复+政策回归常态，全球复苏交易是底色，盈利驱动超过估值驱动，顺周期短期接棒“疫情免疫”资产。如前述讨论，我国处于传统四阶段模型中的复苏期，历史经验表明商品、权益、转债等风险资产表现较好，风格逐渐由成长转向周期。这背后一方面是经济好转→企业净利润增长→股价表现，另一方面是经济好转→流动性宽松放缓乃至收敛→制约估值大幅提升。而从 DCF 模型的角度看，在流动性收敛的背景下，分母端上升，对价值股短期更为有利。

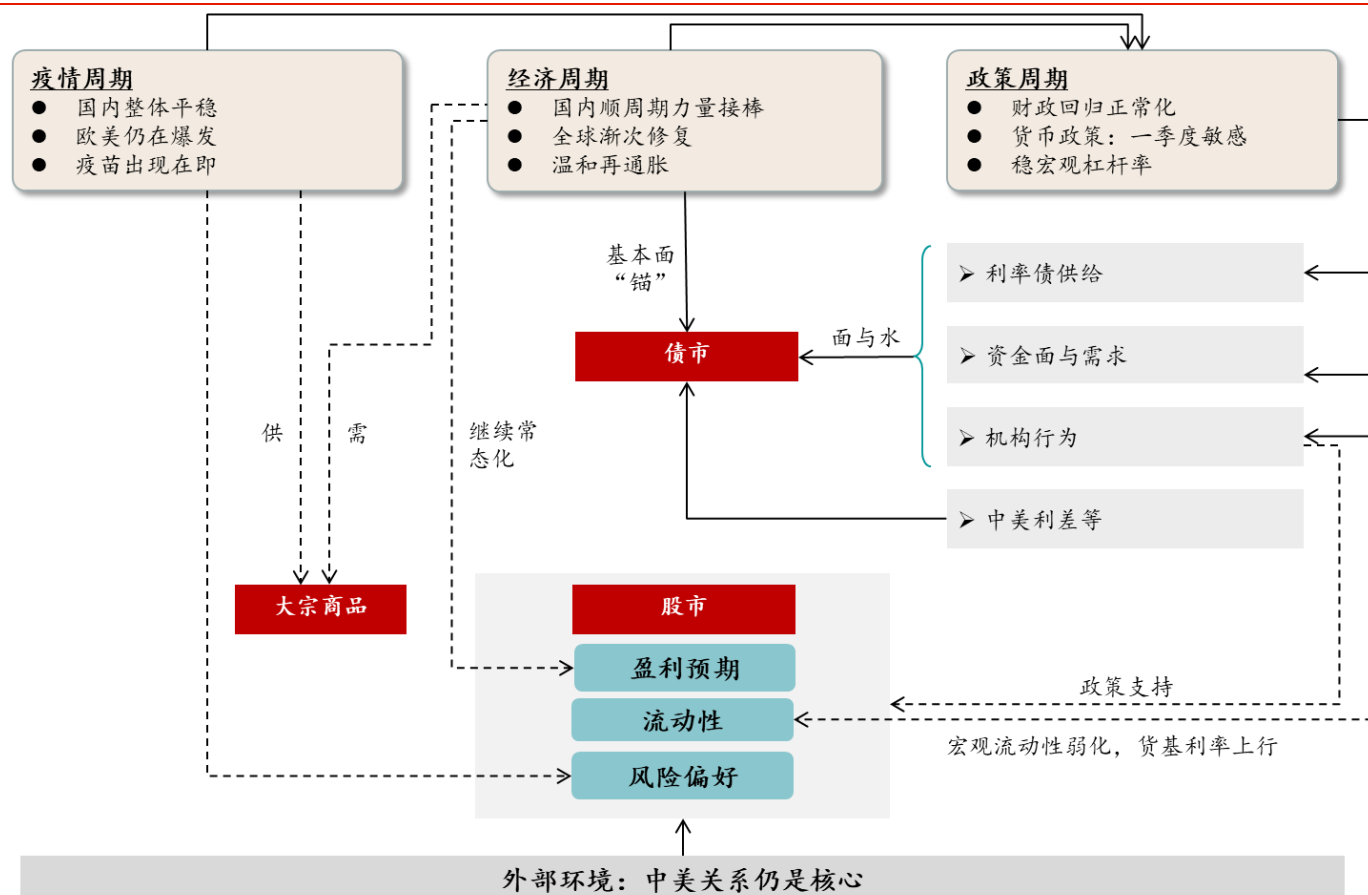
全球经济修复错位有助于短期人民币升值和中美利差收窄，但中期表现看修复进程。海外疫情担忧仍未完全消散，财政刺激以及配套货币宽松仍有必要，总体上对美元形成压制，有利于人民币短期走强和中美利差收窄。但随着海外各国经济渐次修复，汇率又将回归基本面与供求定价，中期来看仍取决于海外具体修复的节奏。

明年一季度前全球定价的大宗商品>A股>中国国债>黄金>美债。美国明年拜登+分裂议会组合使得财政刺激计划规模或接近此前双方拉锯过程中的民主党提案（约 1 万亿美元），但这对需求仍是支撑。加上疫苗研发持续推进，海外基本面对我国的“追赶效应”仍然存在。财政、货币双宽松下，总需求稳定修复最直接受益的就是商品，而恢复速度外>内，外需品种表现或优于其他资产类别。美债等似乎对复苏 price in 不足，在复苏交易背景下表现可能最弱，当然海外央行仍维持偏宽松货币政策，上行节奏或相对温和。其他资产中，复苏阶段 A 股强于中国国债，黄金面临渐进修复和弱美元的对抗，或以震荡为主。

社融见顶等预示着二季度关注股债强弱切换。以“货币-信用”视角来看，我国目前处于紧货币宽信用的阶段，且在近期信用债市场风险事件冲击下，可能正在向紧货币紧信用阶段过渡，对债市总体略偏不利。但社融增速在 10 月份已经大概率见顶，预示着明年可能出现股债强弱切换。

疫情等突发因素消失，基本面和政策的不确定性下降，市场波动性降低，资产相关性回归常态，抱团瓦解。如前述，今年的疫情、经济基本面、抗疫/货币/财政政策等大量宏观“全局变量”快速生效，带来各类资产波动率整体明显上升，这些变量在明年或都趋于温和，中美关系等不确定性因素也有一定改观，故 2021 年资产波动率或向历史中枢回归，在面对赔率较好的交易时，可以适度激进一些。此外，自上一轮危机以来不断累积的大量杠杆做多 carry 策略，已经在 3 月流动性危机带来的波动率冲击中剧烈出清，市场微观层面的头寸状况也回到了相对健康的状态。而随着经济渐进修复、周期时钟转向复苏与再通胀、风险偏好回暖等，抱团做多贵金属、科技股的市场微观结构正在瓦解。而我们相对更看好的周期板块由于涉及行业较多、覆盖面较广，反而不易形成抱团，但在估值分化明显的背景下，周期板块内部的轮动也可能加快。

图表 72： 明年三大周期或仍是主导各类资产表现边际变化的关键因素



资料来源：华泰证券研究所

战术配置建议：从“全守全攻”到“强弱切换”

构建战术资产配置组合

战术资产配置（TAA）= 战略资产配置（SAA）+ 主动偏离，对后两者可分别采用“滚动均值方差优化”和“波动率调整”进行设定。在战略资产配置组合的设定上，我们采用 2010 年至今滚动 1 年的窗口，计算每一期均值方差优化后的资产配置比例，并求算术平均，再结合市场容量、流动性等进行调整。本质上等价于我们等概率地重现过去 10 年中任意一天开始的全年行情，并寻找平均“最优解”。对于主动偏离，我们则按各类资产不同的波动率加以限制，对于波动率较大的资产如权益、转债等，其调节范围较小，而债券波动率相对小，调节范围相对较大。据此对进入组合的主流资产类别给出如下配置建议：

图表73： 战术资产配置组合结构建议

| 资产类别 | SAA比例 | 偏离约束 | TAA建议(未来3个月) | | | TAA建议(未来6个月) | | |
|-----------|------------|------|--------------|----|----|--------------|----|----|
| 合计 | 100% | | 低配 | 中性 | 高配 | 低配 | 中性 | 高配 |
| 股票 | 15% | | | | | | | |
| A股 | 10% | ±2% | | | | | | |
| H股 | 5% | ±2% | | | | | | |
| 债券 | 75% | | | | | | | |
| 利率债 | 20% | ±15% | | | | | | |
| 信用债 | 50% | ±15% | | | | | | |
| 可转债 | 5% | ±2% | | | | | | |
| 另类 | 10% | | | | | | | |
| 黄金 | 5% | ±4% | | | | | | |
| 商品 | 5% | ±4% | | | | | | |

资料来源：华泰证券研究所

股票：降低回报预期，挖结构+防切换

我们对明年股市的影响因素有如下观察：

- 1、盈利：**经济修复、再通胀仍是基本面逻辑主线，A 股盈利在基数效应下继续向好是基准情形，股市正逐渐切换为盈利驱动，二季度以后随经济数据高基数效应消散，行情演绎节奏可能放缓；
- 2、政策：**与传统的固定资产投资模式不同，科技突破需要资本市场助力，中长期引导资源向资本市场倾斜、“适配”新发展格局的导向不改，政策环境仍偏积极。加上十四五规划等，主题层面或仍活跃；
- 3、流动性：**货币政策中性导向不改，而北上资金预计仍将保持流入，宏观流动性外松内稳，对股市的支撑弱化。供给冲击将成为主要矛盾，在全面注册制改革的大背景下，IPO 可能继续提速，加上今年再融资放宽及下半年的大盘 IPO 都会在明年转化为解禁压力，从供给上又可能对明年股市形成压制；
- 4、风险偏好：**在全球经济渐进修复的大背景下，风险偏好整体回暖，疫苗研发、大规模使用是重要节点。外部环境方面，拜登取代特朗普，行业或个股突击“点杀”的情况减少，也有利于风险偏好回升；
- 5、相对价值：**A 股整体相比国际市场与其他资产性价比并不差，但相比债市也不算占优，且结构上看内部板块分化仍较明显，部分行业、板块、风格的演绎已较为极致，对未来涨幅的透支程度已经不低，制约了整体性行情的空间。

基于上述观察，我们认为：

- 第一、基于估值分化、供求关系等因素，投资者需要大幅降低回报预期；
- 第二、在明年经济走势预计前高后低的背景下，股市节奏可能是“龙头蛇尾”，当然结构性行情继续贯穿全年；
- 第三、部分板块高估值可能被动消化一部分盈利改善，且流动性整体不及今年宽松，供需平衡待解，明年可能是股市窄幅波动的一年。

板块方面，第一，经济渐进修复持续推进，顺周期逻辑仍是明年核心主线，建议沿可选消费寻找中上游的机会；第二，十四五规划是中长期主线，双循环是国家战略方向。政策明确支持的风电、光伏，经费提升的军工、环保相对受益；第三，承载“真成长”、“硬核科技”的高端制造业、TMT 细分龙头或重回市场主线。尤其明年全球政治经济环境仍不明朗，自主可控、国产替代等仍是上述板块的重要催化剂。此外，股市面临较大供给压力，投资者下半年可能倾向于收缩战绩，因此核心资产、绩优白马等抗风险能力强的行业龙头仍值得重视。

具体配置逻辑，我们推荐如下：

- 第一、行业方面，主要有：1、疫苗出现后下游需求大幅回升，建议优先关注弹性较强的交运、建材、有色与采掘，具体细分领域关注航空、铜与线缆制造、铝与压铸件、锂与锂

电池、煤炭；2、新能源相关的电气设备，优先关注风电与光伏产业链，具体细分我们看好设备端的风机风塔制造与建设端的海缆铺设，光伏则看好组件及电站运营；3、明年可能是军工股的“大年”。十四五规划中提升军费是核心逻辑，全球大环境仍不明朗是估值支撑因素，装备更新以及行业整合提供更多催化剂，具体关注军工信息化、航电系统与防空雷达、舰艇及导弹；4、科技创新中，主要是高端制造与TMT，细分领域关注新能源车、自动化设备、信创与集成电路；5、大消费板块则需要向新经济领域延伸，关注在线教育与信息消费。

第二、风格方面，龙头效应将是主导因素：1、从市值因子来看，大盘相对中小盘估值达到历史峰值，短期中小盘相对表现可能更强但长期仍将在龙头效应下回归大市值风格；2、从估值因子来看，高中低价格与高低 PE/PB 之间没有明显强弱倾向，预计不会成为风格切换主要方向。但若市场进入震荡期后，低价、低估值因子可能短暂占优；3、从业绩因子来看，绩优因子虽然估值已高，但龙头效应影响下预计继续占优；4、从波动率因子来看，持仓集中度提升是未来最明确的趋势，因此低换手、低波动品种长期仍将占优。

第三、主题方面，2020 年聚焦十四五规划、中美博弈以及数字经济、农村消费、国企改革、区域改革。

图表74： 2020 年度股市配置推荐



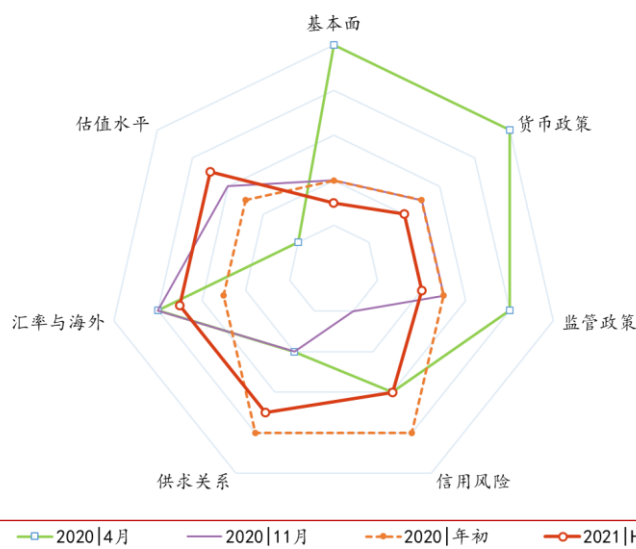
资料来源：Wind，华泰证券研究所

债券：短期逆风中迎接中期转机

我们对明年债市的影响因素有如下观察：

- 1、基本面：**明年 GDP 因低基数效应前高后低，二季度社融等数据下行加速，通胀在二季度迎来高点；
- 2、货币政策：**货币政策仍以中性为主，稳宏观杠杆率是重心，一季度收紧的概率大于放松，资金面“不缺不溢”，存单利率居高难下是制约；
- 3、监管政策：**资管新规过渡期明年末结束，理财老产品的逐步压降导致债市需求力量出现萎缩，特别是对中低评级信用债、永续债等品种。且从长期来看，理财净值化转型使其操作风格和考核标准可能向由配置户向交易户转变，加大债市短期波动的可能性；
- 4、信用风险：**基本面好转，但融资条件弱化，建立在信仰基础上的弱国企、尾部城投需要提防风险。近期信用风险事件正在带来市场重定价，对信用债的负面影响大于利率债，但若引发流动性风险，也可能带动债市收益率整体超调见顶；
- 5、供求关系：**财政政策以回归常态为主，全年看利率债供给压力小于今年，需求端外资是重要增量。一季度有无地方债提前发行是变数之一；
- 6、汇率与海外：**全球渐次复苏的环境总体对美债偏不利。人民币汇率近期走强，中美利差仍大，对中国债市有利；
- 7、估值水平：**利率债收益率已向历史中位数回归，相对股市略有优势。信用利差近日有所恢复，在信用风险事件可能引发市场重定价的背景下，弱国企、尾部城投等保护略显不足。

图表75：债市影响因素



资料来源：Wind，华泰证券研究所

基于上述观察，我们认为对利率债而言：

第一、节奏上看，没有了疫情等冲击，明年以小波段为主，波动空间收窄，可预测性较弱，相比而言空间的判断更为重要；

第二、空间上看，下一个关键点位是十年期国债历史中枢 3.5%，十年期国债 3.0%-3.4% 可能是明年利率的主要震荡区间；

第三、从 2002 年以来的均值水平（3.5%）来看，在经济向高质量发展的过程中，政策刺激力度有限，宏观经济向上弹性不足，货币政策单打独斗倒逼去杠杆的压力减弱，10 年期国债利率达到该位置将具备较强的配置价值，且预计难以有效突破；

第四、当前 10 年期国债 3.31% 水平（2020/11/20）已基本反映了经济修复、货币政策中性的预期，除非信用风险驱动流动性冲击引发超调，否则对当前收益率水平无需过度悲观。

对信用债而言：

第一、总体来看，目前处于信仰被逐步打破的过程中，还是要回归信用利差保护和企业自身的信用资质，目前的信用利差低位本身就是隐含了放宽的风险，尤其对于融资敏感性行业，需要关注政策变化和再融资接续情况。防守和避险策略可能是机构主流的配置策略，同时，由于信用利差偏薄，品种、差异化、骑乘等细小的机会也将是机构着力点；

第二、行业板块上，我们建议：（1）城投债采用短久期利差策略，防范估值风险；（2）产业债短期关注违约带来国企重定价，中长期关注疫情后基本面修复带来的机会；（3）地产债短期关注“房住不炒”和“去金融化”基调下融资收紧的冲击，但总体仍看好政策带来的长期红利；

第三、品种方面，在低信用利差的环境下，建议投资者关注由于投资范围限制、流动性低带来的溢价，优质银行二级资本债、同业存单、私募债、ABS 等品种的投资机会仍可期待。

转债：接受平凡，着力个券

我们对明年转债的影响因素有如下观察：

- 1、正股：**明年股市整体机会偏中性，但春季躁动、十四五等阶段性、主题性机会不少。加上转债市场扩容后可选品种增多，结构性机会偏正面；
- 2、供需：**供给来看，转债新规可能会重构一级市场生态，但监管层鼓励转债作为主要再融资手段（尤其对中小企业）的态度并没有改变，待发转债规模较大、新增预案规模甚至超过 2019 年，全年供给有创历史新高的可能。需求来看，转债作为固收投资者增厚业绩的有力工具，二级债基、“固收+”等继续扩容，消化新增供给问题不大；
- 3、估值与绝对价位：**目前转债估值明显偏高，虽有近两年股市赚钱效应较好、今年阶段性供求偏紧、纯债机会成本不高等成因，但毕竟从常识来看已经略偏负面；
- 4、条款博弈：**近年来我们能明显感觉到，投资者挖掘条款博弈机会的投入产出比越来越低，一方面是市场扩容后分母变大，另一方面是“差公司”暴雷风险越来越高，不如踏实挖掘正股。总体看未来机会不多更不建议重点关注；
- 5、机会成本：**国内利率进入低波动时代，纯债收益率相对转债的 α 来说仍不算有吸引力，且对大多数转债而言，投资者几乎都不需要关注债底，明年来看影响为中性。

基于上述观察，我们认为：

第一、仓位上，继续保持中性，大资金低配。基于前文分析，我们认为明年股市难有指数性行情，尤其二季度之后大概率以震荡市为主。而转债供给则可能创历史新高，当前转债的高估值恐难维系；

第二、操作重心上，积极把握阶段性和行业/个券层面的机会。原因：1、今年深挖+精选个券收效远好“撒胡椒面”与纯粹双低策略，明年这一特征有望延续；2、明年股市大概率继续以结构性行情为主，历史上看这种环境下想要获得超额收益主要靠个券；3、纯债机会成本仍然很低，债基等投资者获得超额回报仍难，市场关注点仍在转债上；

第三、思路上，坚持“转债投研股票化”。我们在 2020 年转债中期展望中提出“择券定成败”的观点，同时也一直强调转债市场已经进入个券时代。未来转债市场的主要特征将是规模小、品种多、行业分布广、正股变化快。因此，转债投研还将继续股票化，转债投资者需要花费更多精力在个股跟踪与实地调研上；

第四、条款博弈机会或有所增加。2021 年将有更多老券达到较长存续时间，条款博弈频率预计较 19-20 年更高。建议关注三类个券：1、进入回售期且平价偏低的转债，发行人下修避免回售意愿较强；2、进入最后 2 年，但平价适中的转债，发行人促转股意愿更偏积极，倾向尽早赎回；3、进入存续 2-3 年的转债，因票息压力增强且接近转债平均寿命，发行人促转股意愿也有所增强。

黄金和大宗商品：黄金或震荡偏弱，有色、原油等是“复苏交易”的核心品种

我们对明年黄金的影响因素有如下观察：

- 1、实际利率：**随着全球经济渐进修复，美债收益率可能出现温和上升、曲线熊陡，而在通胀没有大幅攀升的前提下，实际利率也有上行压力。黄金作为不生息的抗通胀资产，某种程度上可算是 TIPS 的替代品，TIPS 收益率上升对应黄金吸引力下降；
- 2、美元：**我们认为拜登上任后仍在推动美国财政刺激，加剧此前低增长、低通胀、低利率、高杠杆率的状况，影响美元长期竞争力，对黄金似乎有一定支撑；
- 3、避险情绪：**贵金属市场近期已经遭受了好几次疫苗消息的冲击，随着疫苗研发和经济修复的推进，风险偏好回升，避险需求下降，这一逆风因素正变得越来越重要。

基于上述观察，我们认为：

虽然实际利率与美元两大影响因素看似方向不同，但相比而言，实际利率逻辑链条更短而且顺畅，且随着全球防疫政策生效、疫苗面世、经济渐进修复的演进，这一逆风因素正变得越来越重要。而弱美元要想抵消这一利空，则需要更长的时间，世界货币的切换也并非短期逻辑。总体而言，明年黄金价格或仍以震荡偏弱为主，疫苗面世或是重要拐点，当然短期也可能受到欧美疫情大幅恶化影响，但预计难以超过今年 8 月疫情、基本面、流动性、投机情绪等多方面共振下的高点。

而对于其他大宗商品，在全球宽松→疫情受到控制→渐进复苏的演化下，需求修复快于供给仍是主线逻辑，供需节奏的阶段性错位或支撑有色、原油等顺周期品种。从供需平衡表来看，在疫情完全得到控制之前，全球商品需求的增长相比供给更为刚性，行情演绎可能加速。而随着疫苗研发、经济恢复，此前全球央行大规模宽松就可能带来总需求的持续回升、引发温和通胀。其中，原油的变数在于供给，以及长期看中美都将积极发展新能源产业。特别值得一提的是铜，本身兼具工业金属属性与金融属性，一方面得益于新能源车的崛起，对铜的工业需求将持续提升；另一方面铜有长期作为货币的历史，也具有一定金融属性，可能受益于弱美元的长期趋势。

风险提示

- 1、全球疫情再度扩散。**疫苗尚未完全面世，国内部分地区发现零散病例，秋冬季节疫情仍有扩散风险，特别防范欧美新增确诊人数突破关键点位的情绪冲击；
- 2、国际地缘政治冲突。**疫情明显影响了国际政治格局，传统的国家关系出现诸多变化。欧洲、南亚、东南亚等局部地区均存在潜在紧张因素，不排除出现地缘政治冲突的可能；
- 3、监管政策超预期变化。**近期信用市场风险事件倒逼制度建设，明年在股市推进注册制+资管新规过渡期结束的背景下，市场监管政策变化也可能明显影响资产表现和相关性。

免责声明

分析师声明

本人，张继强，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司