

## 2021年2季度投资展望

**摘要** – 我们对于今明两年全球实现比较强劲复苏的基本观点保持不变。基于：1) 相对充裕的流动性情况；2) 仍旧有利的政策背景；3) 盈利预测上调，我们对中国股票仍持乐观态度。以往政府应对经济下行压力时过分依赖宽松货币政策。虽然充裕的流动性能驱动股市短时间上涨，但上行周期一般短于两年。鉴于去年在新冠疫情下，中央政府只采取适量的宽松政策，近几个月又积极地推动众多改革经济和促进长期生产率增长的政策，我们认为这一轮中国股票牛市将更加持久。近期的市场调整为长线投资者提供了又一个入市良机。我们还认为人民币兑美元的升值空间也被低估了。在当前经济周期时点，盈利预测的上调可能是一个比宏观政策立场更为重要的市场驱动因素。

### 经济周期与宏观背景

**经济周期** – 2021年一季度中国实际GDP创纪录的强劲增速，确认了中国经济已经度过了V型复苏阶段，并已经回归到趋势性增长阶段。和所有经济周期一样，经济增长分化通常在复苏初期出现。直至年初，制造业和出口的强劲增长一直是这一轮复苏的两个支柱。社会消费品零售总额的增长终于在近期开始跟上经济复苏的步伐，但是工业增加值和固定资产投资仍然是经济增长中较薄弱的环节。如果近月的温和紧缩政策使未来的房地产销售和住宅建设减速，本季度的GDP环比增速可能会随之停滞。

我们认为，中国政府正致力于在维持短期经济增长及促进长期竞争力间取得一个平衡。中国为推动长期生产率增长，正积极升级信息技术基础架构，及推进更多资本市场改革和行业市场化措施。通过这些长期政策措施来推动技术和消费升级，从而在实现更持久、更均衡、更高质量的经济增长。

**财政政策** – 与以往经济衰退时，过度依赖货币刺激政策的做法不同，中国近年偏向采用更具前瞻性和可持续性的财政政策，以更灵活的财政赤字政策来应对短期经济波动。鉴于目前的高国民储蓄率、合理的中央政府债务水平，短期较高的财政赤字仍是可控的。在国外需求完全恢复之前，仍有空间实行增量财政刺激政策，以防止经济增长的下滑。

## 经济周期与宏观背景 (续)

**货币政策** – 随着经济回归到趋势性增长阶段，央行在数月前已经结束了危机状态流动性管理。货币政策的逆周期性较弱，更侧重于短期流动性管理。通货膨胀率作为一个滞后的经济指标，终于在上个季度实现了周期触底。尽管这为货币及利率政策留下了一些空间，但我们认为在没有新的增长风险的情况下，中央政府不太可能加大货币政策的刺激力度。

**国外背景** – 2021年1季度，美国长债收益率和美元都出乎市场预料地反弹。我们认为，这与拜登政府实行激进的财政刺激政策，以及大幅重新定价的通胀预期有很大关系。由于这些大规模财政刺激政策（包括最近提案的基础设施开支）而引发的大部分债务，必须由美联储货币政策来兜底，因此在可预见的未来，美国央行仍可能会维持非常宽松的货币政策。

**国债收益率曲线** – 自2020年下半年，中国的国债收益率曲线已趋于扁平化。尽管今年年初银行同业拆息和央行的流动性管理曾经大幅波动，中国的长债收益率一直在相当狭窄的区间范围内震荡（约20个基点的区间）。在今年1季度内，十年期和两年期国债的利差仅为平均25个基点。随着中国通胀率在上季度已下降至约0%季度年利率，实际利率已经被抬升至相对以往复苏阶段的异常高位。因此，我们认为人民币兑美元近期的调整只是暂时性的。中国经济相对强劲的增长前景，以及高于美元的实际利差，将有助于人民币的进一步升值。

**盈利展望** – 尽管去年11月，中国的实际GDP已迅速回升至新冠疫情之前的水平，但是各行业盈利恢复的路径和幅度仍存在不确定性。在过去4个月里，MSCI中国2021年的预测每股收益整数还有小幅下降的趋势。这可能反映出市场人士对于V形复苏的前景曾经一度过于乐观。但由于缺少相关（由疫情引发衰退）的历史借鉴，以及近期中国采取临时区域性封城措施，增加了短期盈收预测的难度。直到我们能够看到更持续的增长或者未来几个季度出现盈利超预期，而不仅仅是看到2021上半年因为去年低基数而出现的高同比效应前，盈利增长仍应被视为一种（相对的）稀缺品。

# 智盈 多元资产绝对收益策略

## Plutus Multi-Asset Absolute Return Strategy (MARS)



### 经济周期与宏观背景 (续)

**估值** – 尽管中国股市自去年三月以来出现反弹。但根据市盈率、市净率和股息率等指标，中国股票的估值仍低于历史均值。鉴于盈利最差的下降周期已经过去，我们预计在未来几个季度，股市风险溢价将逐渐下降。但市场近期对美债收益率上升（尤其是对成长股的估值压力的担忧）和中国流动性紧缩的担忧，使中国股市承压。除非流动性状况改善，否则我们需要盈利预期上调从而推动估值上涨。幸运的是，近期分析师的盈利预测可能已过于保守。2021年1季度盈利预喜的数量最近有所增加，表明盈利的实际增长有机会超预期。在可见的将来，我们认为无论是对成长股或周期股，盈利增速仍应是关键的“收益率因子”。

### 投资观点与季度调整

	负面	中性	正面	变化
<b>投资行业</b>				
金融			④	↓
房地产		③		↓
能源&材料		③		
工业			④	
消费品 (可选)			⑤	↑
信息技术			⑤	↑
通信服务		③		
医疗保健	①			
消费品 (必选)		②		↑
公用事业	①			↓
<b>投资风格</b>				
大盘股			⑤	
中盘股		③		
成长股			⑤	↑
价值股			④	↓
利率敏感型股		③		↓
周期股			④	
高股息股		②		
防御型股	①			

\* ① 为评级最低 ⑤ 为评级最高

### 配置策略 – 2021年2季度

**股票属性** – 在美国长债收益率的飙升和其他短期因素影响下，2月和3月的市场出现比较大幅调整。投资者情绪有所降温，3月份港股通南向资金的流入也放缓至近年来的最低水平。因为通胀预期升温引发的债券收益率上升，使得成长股估值承压。这些因素令分析师在财报季内持审慎态度，并且对2021年盈利预期仍然保持谨慎。反之，我们很高兴能够再次看到大型成长股在调整后提供难得的长线投资机会。

由于中央政府对经济前景持乐观态度，当前的政策组合（宽松的财政政策和紧缩的货币政策）对于利率敏感型股票而言并不有利。我们预计中国经济在2021年的下半年，才进入本轮经济周期的加速增长阶段。短期之言，大市值和强业绩等这类的收益率因子，应会继续帮助我们的投资组合实现较高的收益率，尽管它们的影响力应低于去年。

**行业配置** – 重要的是，我们利用了科技和消费类成长股近期大幅回调的机会加仓，特别是电子商务和服务主导型公司，它们较少受到原材料价格上涨而带来的利润压力。在房地产紧缩政策和信贷增长放缓的情况下，我们减持了银行和地产股。近几个月来，许多低估的工业股已被重新估值，但我们仍可以找到个别的优质价值投资机会。尽管公用事业和电信股在近期的市场调整中表现卓越，但当经济进一步周期性增长时，它们就缺乏相对的吸引力。最后，娱乐和航空股在投资组合中的持仓比例仍然偏低，我们仍然希望充分了解疫苗接种的有效性及其对跨境旅行的影响后，再考虑增加其仓位。

### 免责声明

本资料由信瑞资产管理有限公司（信瑞资管）编制，只供专业投资者使用。本资料不得于任何司法管辖区或情况下用作分销，招募或邀约。未获得本公司事先授权下，本资料不得复印，或以任何电子管道通过网络对公众发布。信瑞资管不会就未经授权使用档案的情况下承担任何损失，损害和责任。同时，本资料中的资讯均来源于公开数据，信瑞资管认为来源是准确的，但我公司对该等资讯的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本资料中的资讯所表达的意见不构成我公司实际的投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议。我公司不就本资料中的任何内容做出任何形式的担保。过去表现并不代表未来表现。投资涉及风险，并没有保证投资目标会实现。投资的价值可升可跌，投资者可能无法收回最初投入的全部金额。