

【宏观专栏】**2021 重回内生波动**

展望 2021，疫情造成的外生冲击有望逐步消退，供给创造需求下的乘数效应，或将经济推回内生的周期波动轨道，债务、通胀将成为制约明年复苏强度的主要因素，这也意味着明年资产配置策略上的虚实收敛。

美国大选结果的三层影响

美国大选基本尘埃落定。我们从对美国本身、对国际格局和对中美关系三个层次分析拜登当选可能产生的影响。对美国本身，短期内不确定性下降，风险偏好上升；对国际格局，拜登将扭转美国战略收缩进程，重塑美国的全球领导力；对中美关系，积极因素增加，回到多边框架下解决问题符合双方利益。

【专题聚焦】**RCEP 战略意义深远——RCEP 正式签署点评**

11月15日，东盟十国以及韩国、日本、澳大利亚、新西兰、中国正式签署“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）。RCEP的签署为未来中国参与更多更高标准的自由贸易协定、促进双循环提供了坚实的基础。

信用事件对债市的影响逻辑和后续展望

这次国企违约事件带来短期冲击。历史经验来看，这种信用事件引发的脉冲冲击不会一直持续，随着信用债的抛压释放，即使监管没有主动干预，市场一般也会在一到两周内有所企稳。我们认为信用债事件拖累利率债收益率上升，是很好的低吸机会，明年利率债会有一些的交易机会。

【宏观专栏】

2021 重回内生波动

中金研究利用来年展望的契机，联合宏观经济、市场策略、固定收益、大宗商品等总量团队及各行业研究团队，将各领域 2021 年展望汇集成册，共 18 万字，旨在抛砖引玉、供投资者参考。展望 2021 年的投资策略，判断经济周期将运行至什么区间依旧是不变的主题，变化在于疫情暂时改变了驱动周期运行的机制。

通常而言，需求波动是周期循环的关键，通胀和债务则是触发需求波动的两个主要因素：通胀过快上升意味着经济过热，诱发政策紧缩及随后的需求下行。一旦通胀压力转变成通缩风险，政策再次获得宽松契机，刺激需求复苏；债务过高则诱发资产泡沫和金融风险，政策加强宏观审慎管理，导致信用紧缩和资产价格下跌、需求下行，随后政策再次放松，周期重新获得上行动能。

这两种循环往复是典型的内生周期波动模式，疫情冲击下的周期运行则不同。新冠病毒的高传染性和较高死亡率限制了劳动力的总供给水平，因此疫情对经济的初期影响体现为供给侧遭受了严重的外部冲击，供给受损将会影响劳动者的收入，进而抑制下一波的需求。随着疫情缓解，其对经济活动的物理限制消退，生产与供给恢复，就业和收入反弹，促进需求增加。

这样一个外生供给冲击所驱动的周期波动，依旧是我们思考明年的经济走势、宏观政策展望和资产配置策略的出发点。但与今年不同的是，明年内生力量将会增加，不仅体现为供给复苏对需求的外溢和乘数效应，也包括 2020 年应对政策的滞后影响。在这个框架下，我们将探讨金融和实体脱节在未来如何演变，以及相应的投资策略含义。具体而言，有三个问题尤其值得思考。

一、保供给 VS 保需求：中美经济复苏殊途同归？

2020 年的疫情凸显了一个基本命题：生命究竟是否有价？从全社会角度看，存在着对生命价值和经济利益的权衡。但从劳动者个人角度看，生命是无价的，或者说生命的个人价值远高于社会价值。当新冠病毒广泛传播时，任一价格下劳动者愿

意提供的劳动数量将会下降，在全员隔离等极端情况下价格机制失效、市场机制失灵。个体的行为有很强的外部性，由此需要政府从公共利益出发进行干预，关键是以何种方式干预。

回顾疫情以来各国政府的应对，中国和欧美有明显的差异，后果也自然不同。中国率先锁定了病毒，在没有可供参考经验的情况下，采取了前所未有的果断措施封闭了人口超千万的大城市，并在全国范围内进行隔离动员。这样的做法，无疑在短期付出了巨大的经济代价，但最大限度的保护了生命。从经济学的角度看，保住了生命，就是保住了总供给能力；降低了生命的感染预期和死亡预期，就是降低了总供给遭受冲击的程度。随着疫情的有效控制，中国复工复产加速，成为主要经济体中复苏最快的国家。

欧美等发达经济体干预的重点明显与中国不同，虽然在初期的时候也有一些隔离措施，但相比于中国隔离措施的坚定性，欧美的力度明显要弱一些，导致疫情反复。在四季度欧洲疫情二次爆发以前，美国在三季度就已经出现了二次爆发，导致欧美的供给能力迟迟无法得到恢复。但欧美政策在经济救助方面的力度大，可以说前所未有，一个重要载体是财政赤字货币化，客观效果是消费需求较强。

究竟应该保供给，还是保需求？似乎各有千秋。从美国的政策逻辑看，似乎只要总需求刺激政策足够大、经济增长足够快，那么由生命陨落带来的价值损失终将被增长带来的福利增进所弥补甚至超越。但实践证明，中国保供给为主的政策起到了“存人失地，人地皆存”效果，欧洲主要经济体近期却重回大隔离，导致金融市场再次动荡，经济复苏也面临中断的风险。

为什么会有这种差别？供给冲击下的乘数效应可以给我们一些启示。在内生周期模型下，由于马克思讲的分配不均问题，或者凯恩斯讲的三大心理规律，“供给自发创造需求”的萨伊定律是不成立的，总供给和总需求无法自动循环。但疫情下的周期波动主因是外部冲击，而非内生不平衡，此时“供给自发创造需求”是有一定道理的，这是供给侧冲击会带来乘数效应的根本原因。

这个乘数效应的大小取决于供给侧冲击持续的时间长度。如果时间非常短暂或者是一次性的，可以通过扩张总需求的方式来打断“供给下降-需求萎缩-供给下降”

的负循环。如果持续的时间比较长，或者多次、重复的不断冲击，这个时候跨期替代（intertemporal）和部门替代（cross-product substitution）两个效应将会放大供给侧的负向乘数效应。

例如，如果一个部门遭受冲击、劳动力失业，可以通过需求刺激的方式创造新的就业部门，进而引导劳动力到新部门就业，以降低供给冲击的乘数效应。如果疫情一直存在，新部门的产生和就业能力扩张将会面临较大的供给侧约束。就跨期替代而言，如果疫情延绵不断，民众的消费意愿很难显著提升，消费券等措施对降低被动储蓄的效力也将大打折扣。

因此，保需求为主的政策干预更为有效的前提是，疫情存续的时间较短，而新冠病毒最大的特点是具有历史罕见的传染性，而且极其容易反复爆发。在没有有效疫苗的情况下，如果因为权衡被感染者的生命价值和隔离带来的经济成本而犹豫不决的话，新感染者将有可能指数级攀升，一旦数量累积到一定程度，就可能造成医疗系统再次不堪重负，整个社会将不得不重回大隔离的状态，造成“存地失人，人地皆失”的风险。

前瞻来看，按照宏观团队的研究，明年年初有效疫苗将会落地，这意味着保需求的政策效力有望逐步体现出来。更重要的是，作为疫情冲击下、周期波动根源的供给侧，随着有效疫苗落地，负面的乘数效应有望转向正面的乘数效应，即供给复苏自动创造需求。例如，伴随着疫情约束消退，劳动力返回原先的或者新就业岗位的意愿提升，收入增加转化为下一轮的需求；原本因为疫情延期的消费，提前到当下，甚至产生补偿性的跨期替代性消费。

供给侧复苏带来的乘数效应，叠加前期需求刺激的滞后效果，明年全球经济可能呈现共振复苏态势。问题是复苏的动能有多强？能走多远？随着疫情这个外生冲击消退，经济内生的周期波动成为主导力量，我们需要回到传统的经济周期框架来思考阻碍或者限制经济复苏动能的因素，即债务和通胀风险。

二、复苏的掣肘：通胀还是债务？

如前所述，在内生周期波动模型中，通胀和债务是两个触发周期波动的主要因素，事实上，这两个因素并非互相独立，很有可能相互影响，促成债务周期调整。中美两国乃至新兴市场，明年都面临着如何应对债务周期调整的风险。

美国方面，迄今为止共推出 4 轮财政救助，内容包括向居民直接派发现金、增加失业救助金等，累计规模高达 3 万亿美元，约为 2019 年 GDP 的 14%。罕见的宽财政背后，是美联储史无前例的无限量 QE，及 M2 增速达到仅次于二战的高峰。具有财政赤字货币化意味的超级宽松政策，造成了一个颇为反常的经济现象：美国在一度出现两千万人大规模失业同时，居民的可支配收入却是逆势上升的，有效支撑了美国的消费复苏。

如果从保需求的角度看，美国的财政赤字货币化无疑是成功的。不过，作为本币发行的主权债务，制约美国财政赤字是否可持续的主要因素来自于通胀。目前看，包括美联储在内的主流看法是美国通胀不存在大幅上行的风险。基于这种看法，美联储推出了“平均通胀目标制”，改变了事实上执行了数十年的“目标通胀制”，向市场传递了优先考虑就业、不担心通胀的信号。

这和二战后的美联储政策有些类似，时任美联储研究主管的 Goldenweiser 针对战后政策曾表示：一个更为严重和持续的问题是，从服务业和军事工业释放出来的人的就业问题。这也是当时的主流看法：虽然战争期间货币出现了超高速增长，但战后的主要问题是抑制通货紧缩和萧条而不是通货膨胀。战时流动性的累积被认为是为战后提供了足够的购买力，此时货币政策的任务是保持利率的低水平。如果将此处的“战争”替换成“疫情”，似乎和美联储在当前推出“平均通胀目标制”的逻辑是一致的。

对此，弗里德曼在《美国货币史》中曾这样评价道：事实证明这种预期是错误的，战后一个国家接着一个国家受到了通货膨胀的重创。货币当局对于自身作用和行动结果的不确定性以及公众对于经济事件高度关注的共同影响，导致了当局在任何政策方向上行动都较为迟缓；货币政策行动和效果之间的时滞导致的累积因素及其影响，容易被忽略和积累；当这些影响以物价上涨的形式表现出来的时候，（美国）

联邦储备体系不得不通过降低货币存量增长率来应对。

当然，这并不是说美国明年的通胀就一定会大幅上升，而是考虑到明年年初有效的疫苗落地后，不应忽视这样一个由复苏加速推动通胀超预期上升的风险，美国债务问题或因此暴露。事实上，可能已经出现了一些这方面的迹象，伴随着美国今年财政赤字货币化而来是美元指数贬值，推升进口商品价格。另一方面，如果美国经济复苏强度超预期，通胀预期上升，美国长端利率上行的幅度可能超出现在的市场预期。这对于存在大量美元债的新兴经济体而言，可能会导致债务风险暴露，增加金融市场波动。

对于中国而言，美国明年利率曲线陡峭化的直接影响是中美利差可能会收窄，降低资金流入动能。不过，即便没有美国通胀的超预期上升，明年人民币汇率可能也不会再持续今年的强势。因为疫苗落地将有助于各国产能的加速修复，这会一定程度上弱化中国的贸易条件，造成汇率贬值压力。

需要注意的是，与其他新兴经济体一样，中国的私人部门对外是净负债者，尤其是对于房地产等外债规模相对较大的行业而言，贬值是一个信用紧缩含义，这意味着今年地产投资强劲的态势可能会弱化，房地产行业的债务问题明年也有可能暴露。

事实上，明年的债务风险不只是存在于地产部门。为了应对疫情，中国今年也较大幅度的推动了货币扩张，从银行体系资产端来看，这样一种扩张主要是通过非政府部门加杠杆实现的。根据宏观团队的研究，信贷大幅扩张后4-6个季度，企业还本付息压力将触底回升，将会出现“紧信用”的情况。宏观团队的估算还表明，这一次的债务周期中，私人部门的还本付息压力高于前三次，而且还本付息占新增信贷的比重近期似乎已经见底。

通常而言，面对还本付息压力的上升，债务人可以紧缩开支、增加储蓄。由于债权人的边际支出倾向通常低于债务人，如果很多人都紧缩开支去还债的话，就意味着总需求的萎缩。另一方面，债务人也可以考虑变卖资产去还债，卖的人多了，资产价格就会大幅下跌。当然，资不抵债不一定就违约，债务人可以通过外部融资渡过暂时的难关，但净资产与偿债能力下降会紧缩再融资条件，债权人会要求更高

的风险补偿，甚至要求债务人对现有的债务补充抵押品。

因此，无论是紧缩开支，还是变卖资产去还债，一旦演变成债务人的群体行为，都将导致债务可持续性进一步削弱。如此循环，难免走向违约。一旦大规模的违约出现，债权人对风险溢价补偿的要求上升，将会紧缩融资条件，诱发金融动荡、冲击实体经济。

三、投资策略：继续超配通用资产，还是增持专用资产？

宏观团队对明年债务风险的判断，与固收团队对于明年风险溢价上升的担忧比较一致，这对于信用债的配置而言可能并不乐观。从更一般意义上资产配置角度看，中美两国今年都出现了金融资产与实体经济的背离，截止到10月30日，美国股市总市值今年上升了4.7%、标普500上涨1.2%、纳斯达克指数上涨了22%，A股总市值今年上升了21%、沪深300上涨了15%、创业板指涨幅更是达到了48%。股市走牛的同时，中美两国实体经济复苏的动能依旧不足。

为什么会出现这样一种严重的背离？可能和疫情增加对未来预期的不确定性有关，在这种情况下，人们会更重视资产的通用性。现金是通用性最好的资产，它可以随时转化为其他资产；其次是金融资产，这些资产的背后虽然对应着生产性的实物资产，但证券化之后，流动性要好于其底层的实物资产，通用性得到提升；再次是土地、房子等非生产性的实物资产，这些不动产虽然流动性较金融资产差些，但通用性比厂房、机器设备等实物资产要好些；最后是生产性的实物资产，这些资产不但流动性差，而且专用性较强，转化成其他用途的成本较高，因而通用性较差。

投资者在不同的确定性下，对资产通用性的偏好是不一样的。在今年三月份，新冠疫情迅速蔓延全球、各国纷纷通过大封锁的方式应对，这个时候投资者面对的不确定性是最强的，在资产配置上明显青睐于通用性最强的现金，几乎所有其他资产都是下跌。随后，伴随着各国纷纷采取干预措施，经济运行的不确定性有所下降，通用性逊于现金的股市开始复苏、反弹；再随后，伴随着病患死亡率的年龄分布特点日益清晰，经济运行的不确定性进一步下降，股市加速反弹的同时，房地产作为通用性较强的实物资产，其价格开始明显上行。

目前，由于疫情还未远去，复苏面临的不确定性依然很大，因此还没有观察到专用性资产偏好的明显上升。不过，综合策略和各行业团队的明年展望看，大宗、银行等周期性行业和偏周期性的可选消费，展望相对今年乐观一些，偏防御型的必需消费展望相对于今年反而谨慎了一些。这样一个行业看法，隐含的基本假设是复苏延续，即有效的疫苗将会在年初落地，有望进一步降低经济运行的不确定性。这样一个变化意味着当前投资者超配通用性资产、低配专用性资产的态势有可能发生变化。

总之，无论是对于经济、政策还是资产配置，新冠疫情作为全人类的灾难，在过去的一年中冲击了很多习惯性认识。展望明年，我们认为疫情造成的外生冲击有望逐步消退，供给创造需求下的乘数效应，可能会将经济重新推回内生的周期波动轨道，债务、通胀等因素将再次成为引发周期波动的主要因素。这样一个变化可能意味着明年的资产配置策略也会有些变化。本文是我们基准假设下的一个初步思考，更加详细的投资策略分析和风险提示参见报告正文。

彭文生

首席经济学家、研究部负责人

2020年11月于北京

【宏观专栏】

美国大选结果的三层影响

美国大选基本尘埃落定。不出意外，拜登将于2021年1月20日宣誓就职成为美国第46任总统。我们试着从三个层次分析拜登当选可能产生的影响：对美国本身的影响，对国际格局的影响、对中美关系的影响。

我们从短期、中期和长期三个视角分析如果拜登当选对美国本身的潜在影响。

短期内，不确定性下降，风险偏好上升，与历次美国大选年经验一致。大选投票日过后直到明年1月份新一任总统就任，市场平均来看都有不错的表现，除了危机的极端年份，而且实现正收益的胜率也相对比较高。潜在的尾部风险是后续出现大规模的示威游行和社会动荡、或者逆转性的选票欺诈证据。

中期内，我们认为拜登和分裂国会组合（共和党大概率仍将控制参议院）仍有较大可能通过“救急”性质的财政刺激，进一步提振需求，利好经济复苏，然而诸如基建和新能源计划等更为长期的财政计划将面临很大不确定性。在分裂国会的情形下，拜登对市场不友好的税改政策和加强金融监管也将面临较大掣肘。

长期来看，拜登的长期执政战略方向可以总结为两点。对内通过大规模财政支出（含新能源和基建）刺激经济，并利用加税医保加强监管等手段缩窄贫富差距，同时提出振兴制造业，这也是较为典型的民主党执政思路。对外强调重塑美国全球领导力，修补并重新重视与传统盟友的关系。

不过，需要强调的是，除了总统有较大自主裁量权的外交和贸易领域，一些中长期财政支出和改革措施、特别是民主和共和两党存在较大分歧的税改、医保、金融监管等方面，会面临分裂国会的制衡和挑战。

对国际格局的潜在影响体现在一定程度上会扭转过去四年美国的战略收缩进程，并重塑美国的全球领导力。首先，拜登也主张更多参与全球行动，重新塑造美国在全球的领导角色。其次，拜登认为经济安全是国家安全，主张通过主导全球规则制定，以及加强产业引导保证美国在关键产业的主导权。

对中美关系的潜在影响体现在多个方面，积极因素增加，而回到多边框架下解决问题符合双方利益。拜登反对特朗普向中国加征关税的做法。拜登曾在竞选时暗示，如果成功当选总统可能考虑取消这些关税。虽然关税最终能否被完全且迅速地取消仍存在很大不确定性，但拜登政府纠正特朗普关税错误的大方向是相对确定的。如果加征的关税完全取消，或提升总体出口 2.3 个百分点，提升工业企业营业收入 0.3 个百分点。

此外，中美在学术、文化、人员交流等方面的关系也有可能得到部分修复。从中长期来看，我们认为中美关系仍将充满摩擦和不确定性。未来中国与美国的关系，一定程度上也取决于中国与其它国家乃至整个国际社会的关系。我们认为中国将力图构建并维护多边框架，加大开放力度，寻找与国际社会的最大公约数，通过多边框架解决问题符合双方的利益，也增加了合作空间。

以上观点来自：2020年11月14日已发布的《美国大选结果的三层影响》

刘刚 CFA SAC 执业证书编号：S0080512030003 SFC CE Ref: AVH867
张梦云 SAC 执业证书编号：S0080518040004 SFC CE Ref: BIB964
刘政宁 SAC 执业证书编号：S0080520080007
张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【专题聚焦】

RCEP 战略意义深远——RCEP 正式签署点评

2020年11月15日，东盟十国以及韩国、日本、澳大利亚、新西兰、中国正式签署“区域全面经济伙伴关系协定”（RCEP）。

RCEP 是一个综合性协议。RCEP 由东盟十国在 2012 年发起，历经八年谈判，于 2019 年 11 月 4 日完成谈判，并于 2020 年 11 月 15 日正式签署。RCEP 法律文本共有 20 章，即涵盖了货物贸易、服务贸易、投资等市场准入，也包括贸易便利化、知识产权、电子商务、竞争政策、政府采购等大量规则内容。

RCEP 将促进区域内贸易，对中国 GDP 有所提升，纺织服装、轻工最为受益。在最受关注的关税削减方面，RCEP 中货物贸易零关税产品数整体上超过 90%，并且新增了中日、日韩两对重要国家间的自贸关系。商务部副部长兼国际贸易谈判副代表王受文表示：“根据国际智库测算，2025 年，RCEP 可望带动成员国出口增长比基线多 10.4%。”根据彼得森国际经济研究所估算，假设中美贸易摩擦延续，中国加入 RCEP 将在 2030 年为其实际国民收入带来额外 1,000 亿美元的增长，从而抵消约三成贸易摩擦带来的负面影响。赛迪研究院工业经济研究所助理研究员梁一新（2020）测算，RCEP 可以分别提升“十四五”期间中国出口、进口、投资、GDP 增速 1.95、1.63、0.09、0.04 个百分点；纺织服装、轻工的产出增速将分别提升 0.86、0.33 个百分点。

对于中国来说，**RCEP 签署的战略意义更强。**虽然印度退出，但目前 RCEP 十五国仍然占据世界 30% 的人口和近 30% 的 GDP，将成为世界上最大的自贸区。在 RCEP 框架下，中日贸易关税将预计大幅缩减，中韩也将进一步便利关键领域贸易。鉴于美国试图切断含有中国产品尤其是科技产品的供应链已经是两党共识，中国与其它亚洲国家强化商业纽带并深化科技合作的重要性也日益突出。我们预计 RCEP 将有效增加成员国间的贸易往来，提升区域经济活力和竞争力，并降低该区域对美国的依赖程度。

而 RCEP 对比 CPTPP，两者均属区域性自贸协定。在会员国和地域分布上，也有部分重合，日本和澳大利亚等七个国家同时参与了这两个自贸协定。不同的是，CPTPP 在贸易以外的诸多领域有着更为严苛的加入标准。RCEP 的签署为未来中国参与更多更高标准的自由贸易协定、促进双循环提供了坚实的基础。

以上观点来自：2020年11月15日已发布的《RCEP 战略意义深远——RCEP 正式签署点评》

郑宇驰 SAC 执业证书编号：S0080520110001

张文朗 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

彭文生 SAC 执业证书编号：S0080520060001 SFC CE Ref: ARI892

【专题聚焦】

信用事件对债市的影响逻辑和后续展望

对于这次国企违约事件，短期带来的冲击影响主要是风险偏好下降引发相关信用债出现价格的大幅下跌，然后引发了持有这些信用债的债券基金净值下降，引发债基遭遇赎回，继而引发了债基抛售流动性较好的债券（比如利率债和高等级信用债）应对赎回，造成更大范围债券价格下跌。此外，回购市场的资金融出方也收紧了质押券的标准，对于敏感地区和敏感行业的信用债拒绝列入质押库，从而造成一定程度的融资困难和债券杠杆受冲击。历史经验来看，这种信用事件引发的脉冲冲击不会一直持续，随着这些信用债的抛压释放，即使监管没有主动干预，市场一般也会在一到两周内有所企稳。如果监管有一定的干预，那么市场的企稳可能会更快一些。尤其是利率债，虽然流动性层面可能受到短期冲击，从基本面逻辑而言紧信用格局可能对经济有负面影响，最终也会引发货币政策重新放松，其实利率债总体反而是受益的，因此利率债也一般最先企稳并且反弹。

从宏观大环境来看，永煤的影响绝不仅仅局限于债券市场，而是在于整个广义流动性体系。对于投资者而言，可能不仅关心短期的冲击路径和修复路径，更核心的是关注中长期的影响和行业格局的变化。

首先，我们理解这次信用事件冲击，背后的核心逻辑还是流动性的分化与分层的延续。从2017年金融去杠杆和打击影子银行开始，金融市场就开始出现了风险偏好的下降，导致民企融资较难，经济落后地区融资较难，去年包商事件又进一步引发中小银行和中小非银机构融资较难。这些流动性分化和分层从最近几年来看，是一直强化的，并没有得到逆转。而这次信用事件所在的河南省，其财政收支差额（财政赤字）也是各省中最高的。区域的流动性分化很容易造成省际的信用分化，比如此前的青海省，由于流动性偏弱，就出现了当地大型企业信用违约的问题。从市场的逻辑来看，一系列的信用事件也会造成市场进一步规避经济落后地区或者问题省份，从而引发恶性循环。因此，在一个中长期逻辑中，我们需要观察是否有足够且有效的政策来逆转这种区域的流动性分化。如果有这样的政策，那么从信用逻辑而

言，是可以逐步重新抄底这些落后地区信用债，这些地区的流动性也会得到恢复。如果没有这样的政策，那么这种分化就会进一步的强化，然后引发下一层的冲击。

其次，过去信用债的投资逻辑还是在成本刚性的环境下，被迫不断寻找下沉对象，从而延缓了一些行业 and 企业的出清时间，但最终问题还是会暴露出来。对于债券投资而言，获得超额收益的方式无非那么几条：加杠杆、延长久期、信用下沉。但 2016 年 2017 年的金融去杠杆，使得加杠杆策略和延长久期策略都受到了很大的挑战。因此，过去几年，债券投资只剩下信用下沉这一条相对“靠谱”的策略。或者说被迫剩下这一条策略。当然，时下比较流行的固收+策略也是另外一个选择。但毕竟固收+策略能够承接的市场体量还是有限，对于大体量的资金而言，债券尤其是信用债仍是很核心的配置资产。

再者，紧货币过度到紧信用，一旦货币政策开始持续回落，在狭义流动性层面，可能需要考虑重新宽松，利率债也将逐步受益。往后看，我们预计 2021 年可能也类似于 2018 年广义紧狭义松的格局。即明年信贷额度可能没有那么宽松，财政刺激力度也会减弱，叠加利率上升以及信用风险出现后，信用债净增量也会比今年减弱。明年社融和 M2 增速会出现逐步回落的现象，也相当于紧信用的过程。这个过程可能会对经济有一定的负面影响，从而最终使得货币政策需要考虑重新放松。因此货币市场利率和利率债收益率明年可能会开始下行。最近信用债事件拖累利率债收益率上升，我们认为就是一个很好的低吸机会，翻过年来，利率债明年会有一些的交易机会。

以上观点来自：2020 年 11 月 14 日已发布的《信用事件对债市的影响逻辑和后续展望》

陈健恒 SAC 执业证书编号：S0080511030011 SFC CE Ref: BBM220
东旭 SAC 执业证书编号：S0080519040002 SFC CE Ref: BOM884
韦璐璐 CFA SAC 执业证书编号：S0080519080001 SFC CE Ref: BOM881
朱韦康 CFA SAC 执业证书编号：S0080519090004
李雪 SAC 执业证书编号：S0080519050002
牛佳敏 SAC 执业证书编号：S0080118090073
丁雅洁 SAC 执业证书编号：S0080120070140

附：一周主要研报回顾

【宏观】

- 2020.11.9 海外宏观专题报告：复苏潮起,政策潮落 | 2021年海外宏观展望
- 2020.11.9 图说中国宏观周报:3季度地方经济复苏有何特点? | 2020年11月2日~6日
- 2020.11.10 中国宏观简评：猪价或致CPI同比转负,关注基期轮换 | 2020年10月通胀数据点评
- 2020.11.11 中国宏观简评：贷款趋稳,结构继续优化 | 10月金融数据点评
- 2020.11.14 中国宏观专题报告：美国大选结果的三层影响
- 2020.11.15 海外宏观周报：从高频数据看疫情反弹对欧美供需冲击
- 2020.11.15 图说中国宏观周报：关税若撤除,影响几何? | 2020年11月9~13日

【策略及大宗商品】

- 2020.11.9 主题策略：2021年A股市场展望：新格局，新规划，新制造，新消费
- 2020.11.9 2021年大类资产配置展望：战术积极，战略均衡
- 2020.11.9 量化策略周报：量化策略周报（218）：成交分化度指标上升至高位
- 2020.11.10 海外策略：疫苗进展强化顺周期配置逻辑
- 2020.11.11 海外中资股策略：2021年展望：新经济仍是全年制胜关键
- 2020.11.11 中国策略简评：MSCI中国半年度调整：新增56只、剔除49只
- 2020.11.14 全球资金流向监测：外资加速流入中资股；美股流入创历史新高
- 2020.11.14 主题策略：恒生指数调整：新经济权重进一步提升
- 2020.11.15 A股策略周报：周期领涨
- 2020.11.15 量化策略周报：量化策略周报（219）：短期上涨趋势仍未破坏
- 2020.11.15 海外市场观察：美股当前顺周期轮动持续性如何? | 2020年11月9日~11月15日

【固定收益】

- 2020.11.9 固定收益资产配置策略周报：大选落定,中美利差趋于压缩,中国债券可提前布局明年 | 债券相对价值体系跟踪第三十七期
- 2020.11.9 简评：三季度货基规模下降,减配债券 | ——兼货币基金2020年三季度报点评
- 2020.11.9 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2020.11.9 简评：大选周新发缩量,二级市场走强 | ——中资美元债周报
- 2020.11.9 资产证券化分析周报：公募基金三季度ABS持仓分析

- 2020.11.10 简评：CPI 走低,负值可期,对债市偏友好 | ——2020年10月通胀数据点评
- 2020.11.10 离岸中资信用债双周报：寻找城投美元债溢价
- 2020.11.11 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2020.11.11 简评：永煤超短融违约的预期内与超预期
- 2020.11.11 简评：社融势能逐步放缓,债券利率处于盘顶 | ——10月金融数据点评
- 2020.11.12 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2020.11.12 专题研究：再融资收紧苗头已现,信用分层更甚 | ——债券发行人 2020年三季度报点评
- 2020.11.12 专题研究：供给压力回落,非银情绪谨慎 | ——2020年10月中债登、上清所债券_x000d_托管数据点评
- 2020.11.13 中国信用策略双周报：省级重点国企超预期违约事件始末
- 2020.11.13 简评：10月房地产债券月报
- 2020.11.13 中国可转债策略周报：置身事外的转债市场
- 2020.11.14 中国利率策略周报：信用事件对债市的影响逻辑和后续展望

【行业】

- 2020.11.9 主题研究：新能源车产业链年度策略：电能驱动，零碳未来
- 2020.11.9 交通运输：集运运价超预期上涨：短期存在支撑，长期格局改善
- 2020.11.9 银行：问题机构有序化解，监管框架和制度不断完善——《2020金融稳定报告》点评
- 2020.11.9 交通运输：美国大选尘埃落定，人民币对美元或继续升值，重申航空股跑赢评级
- 2020.11.9 电力电气设备：美国清洁转型将加速，全球政策共振，光伏企业拥抱戴维斯双击
- 2020.11.9 通信设备：5G建设稳步推进，新一轮招标或将到来
- 2020.11.9 节能环保：五中全会定调十四五环保政策，治理力度不减、需求依然乐观
- 2020.11.9 交通运输：双周报140期：集运运价继续上涨
- 2020.11.9 化工：龙头企业盈利环比改善，关注化纤链、DMC涨价
- 2020.11.9 主题研究：追“宗”系列 | 大宗投资前瞻：需求全面开花,把握估值与景气背离期
- 2020.11.9 房地产：A股房企三季度回顾：单季盈利增速转正，利润率小幅下行
- 2020.11.9 航空航天科技：3Q20基金持仓：三年以来首度超配；信息化和新材料最受关注
- 2020.11.9 航空航天科技：3Q20业绩回顾：季度增长加速，信息化和新材料景气度高

- 2020.11.9 科技：通信设备周报：贸易摩擦情绪压力受美大选影响释放
- 2020.11.9 汽车及零部件：周报：10 月销量符合预期；民主党胜选或加快电动化
- 2020.11.9 主题研究：美国大选尘埃落地，新能源车产业链预期有望全面提升
- 2020.11.9 金融：周报#41：金融行业三季度业绩总结；银行资产管理板块市值被低估
- 2020.11.9 房地产：基本面降速，预期差再现：2021 年八大关键问题
- 2020.11.9 电力电气设备：3Q 持仓及陆港通分析：资金大幅流入，电池工控受到青睐
- 2020.11.9 电力电气设备：全球低碳转型政策共振，玻璃触及 52 元/平米，组件企业酝酿涨价
- 2020.11.10 机械：机械行业 2021 年展望：景气复苏深化，国产替代加速
- 2020.11.10 可选消费：2021 年展望：长短期结合，聚焦优势赛道
- 2020.11.10 汽车及零部件：零售环比继续增长 板块维持高景气度
- 2020.11.10 交通运输：新冠疫苗研发取得重要进展，或催化航空、机场板块上行
- 2020.11.10 汽车及零部件：汽车产业链中，谁将受益美国大选结果和疫苗研发成功？
- 2020.11.10 房地产：中金房地产周报#218：11 月首周新房销售与宅地成交韧性延续
- 2020.11.10 日常消费：阿里线上数据月报：10 月部分行业继续高增长，部分龙头增长强势
- 2020.11.10 汽车及零部件：特斯拉 2021 年销量或超预期，产业链标的有望充分受益
- 2020.11.10 科技：从十四五规划看未来十五年科技行业投资的三大主线
- 2020.11.10 机械：新冠肺炎疫苗研发顺利，出口企业需求有望复苏
- 2020.11.10 科技：云计算资本开支观察（3Q20）：2021 年全球云资本开支预期上修
- 2020.11.10 化工：行业景气底部拐点系列：味精，成本上涨与需求改善带动价格上涨
- 2020.11.11 科技：关注新能源车 2035 年规划下科技行业投资机会
- 2020.11.11 工业：工业自动化策略：工控大周期开启，紧握顺周期+细赛道+低估值主线
- 2020.11.11 航空航天科技：10 月观察&11 月展望：潜心布局四季度，重点跟踪“两条主线”
- 2020.11.12 银行：社融余额增速环比提高 0.2ppt—10 月社融点评
- 2020.11.12 酒类食品饮料：小酒热下的冷思考
- 2020.11.12 科技：《智能网联汽车技术路线图 2.0》发布，行业发展进入关键节点
- 2020.11.13 交通运输：双十一当天快递单量同比+26%，全月有望高增长
- 2020.11.13 银行：客观看待信用债违约对银行影响，结构化不良加速出清
- 2020.11.14 医疗健康：网络售药征求意见稿推出，多方面保障公众用药安全
- 2020.11.15 科技：科技硬件周报（11/14）：中金投资论坛广受关注
- 2020.11.15 医疗健康：疫苗突破+美国大选进展，行业调整与继续分化

- 2020.11.15 石油天然气：2020年10月天然气表观消费量同比增长5.9%，城燃气量增长8.3%
- 2020.11.15 化工：草铵膦价格有望再次上行，关注硅产业景气复苏
- 2020.11.15 传媒互联网：周报：10月手游市场环比增长16%，腾讯视频3Q20会员数达1.2亿
- 2020.11.15 公用事业：10月全国用电量同增6.6%，看好电力增长可持续性
- 2020.11.15 科技：通信设备周报：看多板块个股表现，关注运营商近期招标

法律声明

本资料为中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）基于已发布的研究报告精选、汇编而成的。本资料较之中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）正式发布的研究报告存在延时提供的情况，有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。本资料所载意见、评估及预测仅为原始报告出具日的观点和判断。在不同时期，中金公司可能会发出与本资料所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本资料中的信息、意见等仅供贵方参考之用。本资料的版权归中金公司所有。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜烜 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn