MEGA-FAITH ANNUAL REPORT

兆信资产年报

2020 /12月

私募证券投资基金管理人
编号：P1001740

兆信资产2020年报——回顾及展望

2020年，前有新冠疫情带来的经济停滞，中有政治外交上的不确定，后有美国大选的扰动。在这个具有历史意义的年份，兆信资产旗下所有产品加权年化收益率超过70%，代表产品年化收益率超过80%。正如我们在2020年1月底疫情最高峰时候的发声“莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量”，深度的研究与逻辑坚实的策略定能帮助我们为投资者创造长期的价值。

本年报将分为2020年回顾与2021年展望两个部分来进行展开。

在此，感谢所有投资者在2020年的支持与信任，我们将会不断学习迭代，持续为投资人创造超额收益。

【2020年回顾】

2020年1月·中国疫情爆发

市场情况：

2020年1月底，新冠疫情爆发，经济生活停滞，A股市场出现恐慌情绪。

兆信观点：

2020年2月3日大跌开盘，市场会一次性调整到位（让该卖的人都卖掉），随后会跟随疫情的变化，开启修复行情（该买的人还会买），是不是“黄金坑”不好说，但暴跌后重新具备优秀的配置价值毋庸置疑。

基于扎实的中长期趋势分析，在底部帮助投资者握牢核心资产，把握住更大的收益可能性。

——2020年1月30日《疫情当前｜莫为浮云遮望眼，风物长宜放眼量》（公众号可见）

2020年3月·全球疫情蔓延

市场情况：

受疫情超预期所带来的影响，全球股市暴跌，美股出现历史罕见的四次熔断。

兆信观点：

影响市场的中长期逻辑：

1.中国是全球最先走出影响，开始逐步恢复正常经济生产的主要经济体；

2.中国、香港股市是全球主要经济体中估值最低的；

3.中国货币政策空间是全球最大的。

长期回报来源于比市场稍好一点的表现乘以低成本（甚至负成本）的适度杠杆，拉长来看，在情绪相对悲观之时的投资，往往是长期相对好的买点。

——2020年3月17日《关注市场｜短期看投票器，长期看称重机》（公众号可见）

2020年5月·《国安法》出台，拟在港实施

市场情况：

出现政治不确定性，香港市场呈现恐慌性下跌。

兆信观点：

短期或有恐慌，但持续下跌的可能性不大。

1.港股中资企业（内地）占比已经突破七成，总资产超过3万亿美金。有实力、能力及意愿去支撑市盈率在9.5倍水平的港股。

2.资本是逐利的，而非政治意识形态的审判者，他们担心的是社会动乱给香港政治、金融市场带来的扰动。国家安全法在香港的实施会促使这种稳定的回归。

3.香港市场有大量成熟的国际投资者，若出现大跌，往往会进行精准抄底。

我们并不认为这次香港的政治事件会带来恐慌性的大幅下挫。但是我们也需要注意，中美关系从2018年开始就已经转向，部分政客为了其诉求可能会采取出乎意料的非理性行动。在此基础上，我们需要做好市场下行的对冲准备。可见的因素已在价格中有了体现，市场已经出现“审丑疲劳”，在全球流动性宽松的背景下，一定要有应对市场上行的准备。

——2020年5月27日《香港的确定与不确定：“普世价值”不是投资价值》（公众号可见）

2020年7月·月初市场大幅上涨

市场情况：

指数出现暴涨行情。

兆信观点：

政治、经济的不确定与宽松且还会更宽松的货币环境，成为了市场博弈的焦点。显然在这个阶段，后者占据了主导。从3月开始，我们不断地表述A股在当前的

投资价值。来到6月，我们进一步地提示在预防一定的政治冲突边际风险的同时，由于“金融去杠杆”早已不再被提及，政策口径上表示今年M2与社融均会显著高于去年的大背景之下，需要警惕并及时对冲市场大幅上行的风险。

时至今日，市场在高呼“牛市”之时，我们也需要保有一份冷静。早在3月份我们已经表达观点：“冷静却不代表行动上的保守，而是我们一直强调的构建最优风险收益比的组合。在适度对冲经济与疫情不确定的同时，需要对冲市场大幅上行带来的机会成本。”

——2020年7月6日《“牛市”预期会如何演绎：不确定的政治、经济vs确定的宽松与还会宽松的货币》（公众号可见）

2020年9月

市场情况：

8月底全球央行议息会议——美联储会持续宽松至2022年底。

兆信观点：

这意味着，即使随着货币的宽松，通货膨胀率超过2%，美联储也可以不选择加息，而继续维持低利率的水平，从而促进就业。

就中国市场的投资价值而言，在享受这种全球溢出的流动性的同时，长期的货币政策空间所带来的巨大竞争优势更加值得期待，这将决定未来相当长一段时期内中国核心资产的投资价值。

对于市场的短期表现，我们仍然坚定看好源源不断的增量资金所带来的确定性机会，可能会有黑天鹅与风

险事件出现，那或许就是投资者“上车”和“加配”的好时机！

——2020年9月4日《一颗“定心丸”与长期货币政策空间引领的战略优势》（兆信资产8月报）

2020年10月－11月

市场情况：

美国大选，拜登当选，符合我们之前预测；

十四五规划——到2035年，中国的GDP要相较于2020年翻番。

兆信观点：

外部环境的不确定性将会降低；

重点是在民主党是否能同时控制总统及参众两院；

随着经济制造业升温，流动性拐点或许将至，再伴随着风险事件的相继落地，市场的风险偏好料将进一步提升。市场将进一步上行，若有震荡回调，或是配置的好时机，也为整个2021年做好铺垫和准备。

——2020年12月2日《经济升温流动性拐点或至，市场风险偏好料将进一步提升》（兆信资产11月报）

【2021年展望】

疫情后的国际政治经济合作关系将从孤立主义到多边主义的弥合，中国面临的外部政治经济环境料将好于预期。

在过去的4年，从美国逐渐在各国际组织中“退群”，到英国脱欧，到中美乃至多国之间的贸易战，再到各国在疫情后的相互推诿，孤立主义的氛围在国际政

治经济的合作中甚嚣尘上。

其对于市场的影响也是显著的，但边际影响是在逐步减弱的，市场也逐渐被锻炼出了“审丑疲劳”的耐力。拜登的上台与特朗普的落选将会是一次国际政治经济关系的再平衡，国际外交的协商将有望恢复到一个正常有序的状态。我们依旧认为，中美之间关系早在2018年前就出现了本质的转向，很难再回到如同过去30年的蜜月期内，竞争的关系日益显著，哪个人或者政党的当选并不能改变和阻挡这一趋势。

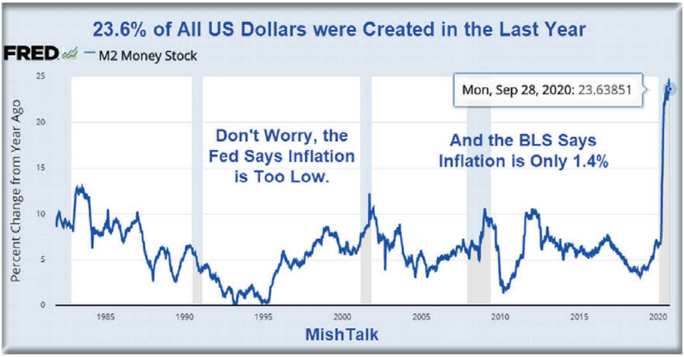
只是，从拜登的当选、国务卿以及驻华大使的人选上来看，会让政治沟通的进程更为通畅与正常。同时，我们认为，拜登将极有可能缩小或是缓和对华贸易战。首先，特朗普的贸易战并没有有效的降低贸易逆差，也没能解决美国国内贫富差距的问题。再者，拜登赢得大选依靠了诸多铁锈区，有承诺解决就业与贫富差距问题。其所用方案，将是通过加大财政投入来解决这一系列问题。中国作为全球最大的资本品与中间品出口国，一定会在这一进程中向美国出口大量的设施与商品，继续保持贸易战将极大的增加美国新一轮财政刺激的成本。

在2020年底前，中国陆续签署RECP协议并完成历时十年的中欧投资协定谈判。这都为2021年外交关系正常化及多边主义的重新弥合做好了铺垫。加之疫情后各国都需要快速恢复正常的经济生产，在2021年中国面临的外部政治经济环境料将好于预期。

全球流动性继续宽松及财政政策力度的更大期待

2020年初的新冠疫情造成了短暂但是程度强烈的经济全面停滞，在政治和经济生活上带来了的较大的冲

击。而民选政府解决这一困境的方式不能如我国一样通过强大的管控和完备的基层治理而短期实现疫情的彻底根除。在疫情全面爆发后，需要考虑人民的情绪及生活诉求，因此其最大的武器就是———印钱。如下图所示，历史以来所有的美元中，有23.6%是在2020年创造出来的。更值得关注的是，美联储将在2022年底前均保持0利率水平，而全球已有60%的央行将政策利率降至1%以下，其中有五分之一的国家政策利率是负值。而这也正是在过去一年里，全球资产价格快速上涨的最核心原因。



尽管将政策利率打得如此之低，但是持续的低通胀依旧带来了较大的担忧，如果再有困境出现，那么已经几乎没有了货币政策的空间，如若继续降至负利率，则会进一步引发间接性通缩发生。这也就是所谓的流动性陷阱。

在全球陷入到流动性陷阱中时，货币战争的风险也就相应加大了，利率接近于0时，货币政策在很大程度上就是通过贬值来变相支持国内的生产者，因此我们能在2020年下半年度看到了美元快速的贬值。但在疫情后，世界未必能够承受竞争性贬值所带来全球政治局势的升

级。

财政政策必须在经济复苏中起到主要的作用，政府部门可以弥补总需求的不足。美联储主席鲍威尔指出“货币当局建立的信贷机制只能保证放贷能力，而不能保证支出能力。财政当局可以通过现金转移来支持消费以及医疗设施、数字基础设施和环境保护方面的大规模投资，从而积极支持需求。这些支出会创造就业机会，刺激私人投资，并为更强劲、更环保的复苏奠定基础。政府应寻找高质量的项目，同时加强公共投资管理，以确保项目的选择具有竞争力，资源不会因效率低下而流失。”

这也就不难理解拜登政府就财长人选的选择，耶伦，即上一任的美联储主席。在接下来的一段时期内，我们将会看到"鲍威尔印钱+耶伦花钱的组合"。对于美联储的熟悉，有利于帮助耶伦在财长任上调动资源，从而通过基础设施建设、转移支付支持消费等方式来推动总需求，促进经济的恢复。

相比2020年，2021年花钱将对经济拉动发挥更大作用，我们也会关注期间的投资机会。

中国流动性与杠杆率再平衡，全球资本流动性将定价中国核心资产

与全球一味宽泛的流动性不同，随着中国经济复苏步伐的加快，2020年下半年中国的融资环境有所收紧，但是同时伴随着经济复苏的节奏，又有放宽央行获取资金渠道的举措出台。这些举措显示了央行所面临的压力，在快速但是并不均衡的经济复苏中，央行在努力控制杠杆，同时又要确保不过度限制资金流向企业和家

庭，以免影响到经济恢复及消费拉动。

2020年，中国央行下调了贷款利率，中期借贷便利操作中标利率维持在了2.95%，是自2014年以来的最低水平。于此同时，上海银行间同业拆借利率3月期，从5月的1.4%升到了12月底的2.8%。在维持较低的借款利率以便降低融资成本恢复经济生产之外，可见的是中国央行对于杠杆率问题较为谨慎。根据JP Morgan的测算，所有政府、企业和家庭的借贷计算，2020年中国债务与经济产出之比上升了27%，至306%。在下半年房价出现上涨之后，政府采取多项措施继续限制房地产企业的杠杆率。

目前人民币汇率已经升值到6.4~6.5区间。全球产能并没有很好恢复，汇率因素并不会过多影响到企业出口。但若疫情随着疫苗发放得以控制，海外产能得以恢复，则将会有不小压力。受制于此，在全球流动性宽松的大背景下，中国很难独善其身。

中国市场的流动性将在有节制的释放与对杠杆率控制要求下，进行再平衡。在全球流动性宽松的大背景下，中国全面收紧流动性绝无可能。中国根据实际经济的需要，释放流动性到最能够产生生产力价值之处，是2021年流动性的主线。

受到外资偏好的核心资产定价（关于核心资产，我们的定义是能够代表中国的资产，外资投资中国所必须购买的资产，可能存在于各行各业）将会极大受到全球流动性的影响，基于全球市场进行重新定价。我们也一再提示，加强优质权益资产配置刻不容缓。

大类资产配置上关注长期逻辑的切换

首先，居民大类资产配置的转移将是在未来10～20年影响中国资本市场的最重要的因素之一。根据中国人

民银行2020年调研数据，70%的居民财富沉淀在了房地产之中，剩余的30%是金融资产（60%是现金类储蓄）。中国居民在股票及基金中的配置只有全部财富的5%。无论从短、中、长期来看，这一比重都是明显偏低的。

政府多次强调“不以房地产作为拉动经济的主要手段”，下半年由于流动性的宽泛房价出现了一定幅度的上涨。随即在年底，央行、银保监会又公布了《房地产贷款集中管理制度》，进一步明确了银行贷款中房地产贷款的占比上限及个人住房贷款占比上限。对于房地产的态度明确：在合理区间内进行波动，既吃不饱又饿不死。

从2020年信托刚性兑付被打破，意味着“胆大敢干”的时代已经翻篇，同时彰显了政府希望建立一个长期向好资本市场的决心。在此时也正是居民财富配置大转移的开始，此时的资本市场配置价值，好比2000年房地产市场的配置价值。

就比价关系而言，目前上证50指数市盈率为14倍，沪深300市盈率为16.5倍，中证500市盈率为28倍，且均隐含每年约10%～15%的利润增长。同样的，一二线城市房产的年化租金收益率约为1.5%～2%，折合约50～65倍PE，且租金目前并无过多增长。当然，并不能从单一维度对资本市场价值和房地产价值进行比较，其间的估值鸿沟也不会在短期内消失，但资产配置的变化趋势和长期逻辑是确定无疑的。这也意味着资本市场将进入增量资金驱动的时代。

从全球资本市场的比价关系上看待中国资产

同此前表达一致，我们认为中国的核心资产定价权已经偏向于外资手中，中国的核心资产定价更会受到全

球流动性的影响。long and old money的投资逻辑影响了中国核心资产的定价。

看待市场的估值除了和自身比较之外，在当下需要去参考全球范围内的资本品比价关系。

市场	上证 50	沪深 300	中证 500	道琼斯工业	标普 500	纳斯达克
估值	14.5	16.6	28.7	29.8	36.4	50.1

同美国股市的三大指数或是全球其他主要经济体的资本市场相比，中国资本市场的估值至少处于合理且偏低的区间。

即使去看待2020年上涨数倍的白酒，由于其定价权偏向于外资手中，依旧没有脱离与全球核心资产的比价体系。以奢侈品为例，目前爱马仕（可比茅台）的市盈率PE是60倍，利润增长长期维持在10%的年化幅度，不及茅台。目前茅台的市盈率是55倍，长期增长在10%到15%的年化区间。

和此前不同的是，其定价逻辑出现了变化。以往的逻辑是：核心资产底部外资买入---核心资产上涨国内机构卖出---外资不卖调整继续加仓---核心资产上涨国内机构被动买入的循环。在国内机构被数次教育之后开始发生改变，也就是出现所谓的核心资产抱团效应。机构开始出现超涨不卖的情况，这也就是白酒股在最近已经大幅上涨的情况下，还是上涨原因，而原先的机构持股也不会因为上涨而卖出。

从全球核心资产的比价关系而言，在全球流动性宽泛的大背景下，中国核心资产的估值并没有处于被高估的区间。但依然需要对估值心存敬畏。

总结与期待

全球的流动性持续宽松的基本盘将决定中国核心资产的定价，而中国的流动性即使在审慎的态度之下，亦很难逆势而为，会在平衡好拉动经济及控制杠杆率两者的关系中，寻求对优质资产的相对宽松。

我们再次强调三个中线逻辑：一、中国最先走出疫情影响，恢复正常经济生产；二、中国拥有全球主要经济体中最大的货币政策空间，但是目前的审慎更有利于长期的发展；三、中国资产在全球资本品的比较中处于合理且偏低的位置。

外部政治经济环境料将优于此前的预期，国际关系中的多边主义将逐步弥合，这些也将有利于市场风险偏好的提升。

站在更长期的角度，中国居民的财富配置转移才刚刚开始，目前的资本市场或许如同2000年的房地产市场一般，在未来的数十年内都将享受到这一红利。短期或有的波动并不影响中期逻辑和长期红利。

对于2021年，我们不悲观，也不盲目乐观。但是在2019年、2020年，主要指数累计上涨超过50%的大背景之下，希望投资者保持合理的收益预期，立足长远。

在2021年，我们也将会持续学习、进化与迭代，从研究到策略再到交易，追求精益求精。

同时，2021年势必也会有“黑天鹅”抑或是“灰犀牛”事件发生，在彼时我们希望投资人能够给予理解与信任，在机会出现时能够用理性战胜感性，及时把握住配置机会。

乘风破浪会有时，期待与大家一起再攀高峰。

法律声明

免责声明：本报告为内部资料，具有保密性仅限收件人阅读使用。未经公司书面许可，不得以任何方式转载或用于其他商业途径。

南京公司
电话：400-168-8877
地址：南京市江宁区秣周东路U谷4号楼15层
邮编：210000

上海公司
电话：021-61050207
地址：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇38层
邮编：200000

400-168-8801
兆信资产
Mega-Faith Assets