

蜂巢基金三季度投资展望

一、二季度回顾

(一) 经济基本面

2 季度，国际经济增速延续 1 季度的下滑趋势，贸易摩擦又再度升温，中国、美国、欧盟、日本和韩国 4-6 月制造业 PMI 继续下行，全球经济面临“低需求+低利率+高负债”的艰难结构，新刺激政策的推出面临更多的限制。美国经济继续分化，就业市场仍然强劲，但通胀疲软，消费增速下降，6 月的 PMI 初值 50.1% 创了 2009 年 9 月以来的新低，加上贸易摩擦带来的负面预期，美联储降息预期大大增强。

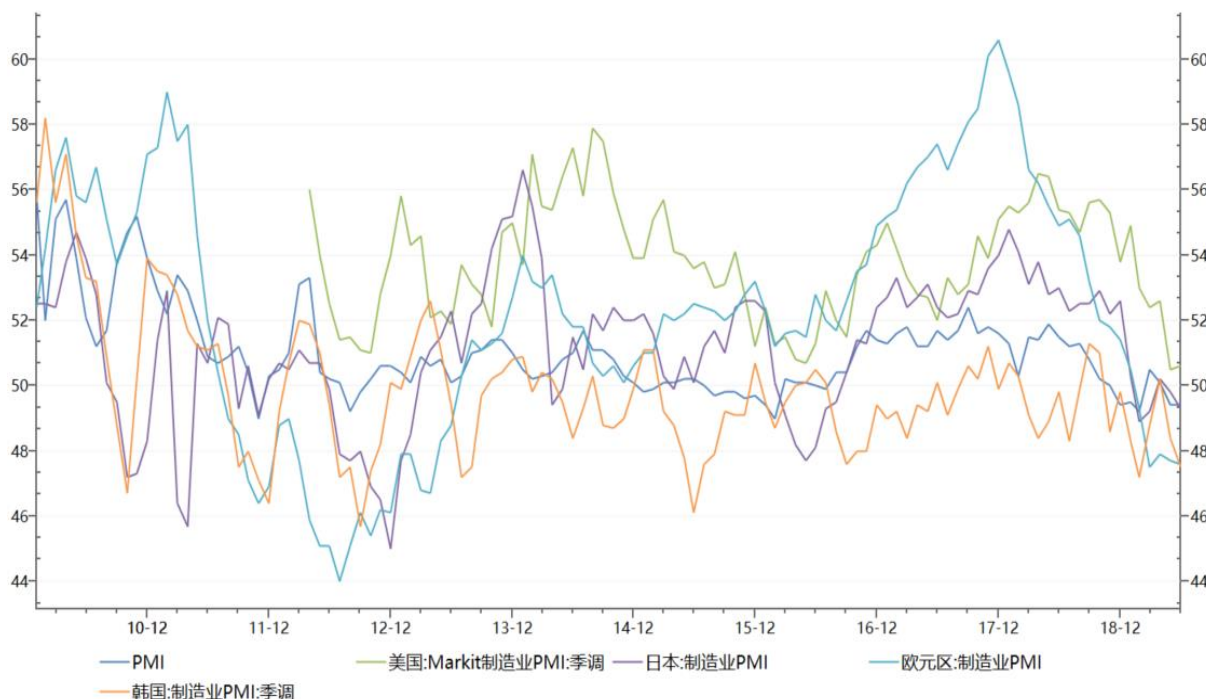


图 1：中国、美国、欧元区、日本、韩国 PMI

国内，总量方面，1-5 月规模以上企业工业增加值累积同比增长 6%，增速同比回落 0.9 个百分点，相比 1 季度的 6.5% 也回落 0.5 个百分点。1-5 月固定资产投资完成额同比增长 5.6%，增速同比回落 0.5 个百分点，相比 1 季度的 6.3% 回落 0.7 个百分点。其中房地产开发投资完成额累计同比增速 11.2%，维持高位，同比提高 1 个百分点。

消费方面，减税降费实施之后，1 季度城镇居民人均可支配收入同比增长 7.9%，相比 2018 年 4 季度增速回升 0.1 个百分点，以城镇居民人均可支配收入增速减去名义 GDP 增速来衡量居民收入分配的增幅，该值从 2018 年 4 季度的 -1.05 提升至 0.53，为 2015 年以来首次回正，显示减税降费实际提高了居民收入分配比例。1-5 月，社会消费品零售总额同比增速 8.1%，相比 2018 年同期回落 1.4 个百分点，减税降费带来的收入提升未阻止社消增速的下滑，主要源于名义经济增速下行、居民杠杆较高压缩边际消费倾向、楼市和股市下跌降低财富效应等因素。

通胀方面，猪肉、水果价格的提升和基建、房地产施工带动 2 季度价格反弹，5 月 CPI 和 PPI 回到 2.7% 和 0.6%，但核心 CPI 仍然维持 1.6% 的低位。

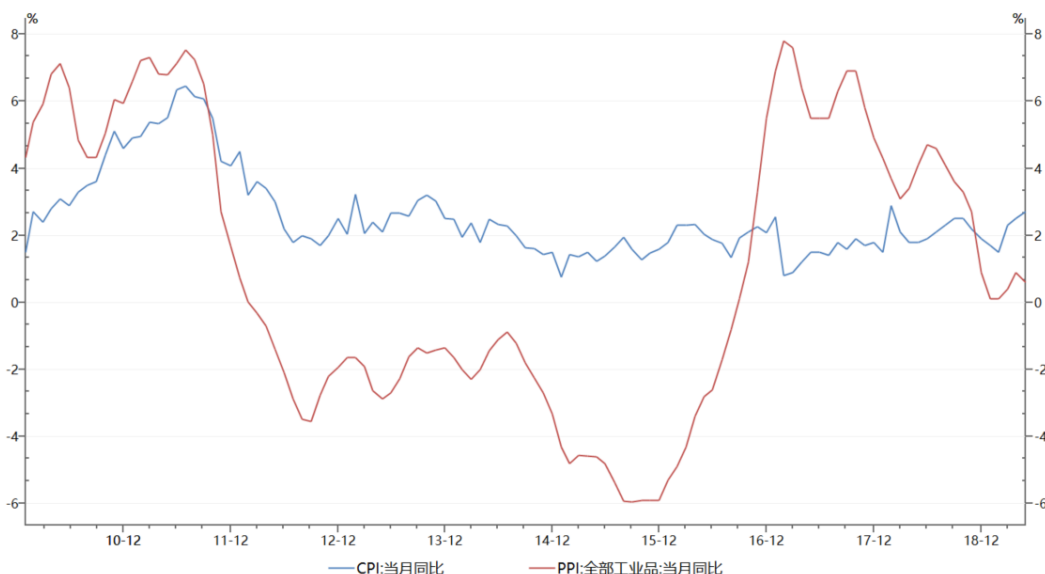


图 2：中国 PPI 和 CPI

社融增速继续恢复，1-5 月新增社融 10.96 万亿，5 月末社融存量同比增速恢复至 10.54%，地方政府专项债发行 0.83 万亿，大大高于去年同期的 0.26 万亿，财政支出速度也有提前，企业债券融资量达到 1.34 万亿，整体处于宽信用环境中。

房地产方面，虽然地方财政压力增大，但官方对于不走老路的决心坚定，各地继续落实“住房不炒”政策，限购政策仍未放松，棚改货币化安置逐步退出，从 18 年下半年开始，行业热度逐步下行，PMI 房地产行业指标持续低于荣枯线。2 季度房地产市场热度比春节回升，1-5 月商品房销售额累计增速从 1 季度的 5.6% 回升至 6.1%，与去年同期相比下行 5.7 个百分点。结构方面，一二线城市成交复苏，三四线城市分化，但整体合计仍然是平稳状态，并没有大幅下滑。住房销售难度增加，不过开工尚可，1-2 月房地产开发投资完成额同比增长 11.2%，维持高位，房屋施工面积同比增长 8.8%，继 1 季度之后再创近年新高，主要原因在于在 16-18 年销量大幅增长之后，预售的期房都需要进入施工、完善、交房阶段，会带动施工和竣工的增长。上半年房地产开发投资维持高增速，其中土地购置费持续高增长，但土地成交价增速开年以来转负，1-5 月同比增速-35.56%，按土地成交价增速领先土地购置费 3-6 个月测算，土地购置费增速将在 3-4 季度大幅下行，届时房地产开发投资将以建安投资为主，期房进入交房期将推动施工面积的增长，但绝对金额相对有限，预计房地产投资增速将逐步下行。

（二）市场回顾

二季度，国内大类资产总体表现如下表，受益于基建回暖、房地产开工，商品需求上升，海外的矿难也减少了铁矿石的供给，而全球摩擦、降息预期等带动了避险资产价格的上升，二季度商品板块收益率包揽前面排名，黄金涨幅第一。一季度最为亮眼的权益资产却在二季度遭遇了大幅回调，创业板指数以-10.75%的跌幅排名倒数第一。

表 1:2019 年 2 季度大类资产收益率

资产种类	季度收益率	期间最高收益率	期间最低收益率	波动率
黄金（期货合约）	12.01%	12.80%	-1.69%	3.89%
南华金属指数	11.92%	11.92%	1.83%	2.19%
南华贵金属指数	7.65%	9.25%	-0.95%	2.51%
南华工业品指数	6.30%	6.97%	1.37%	1.33%

南华综合指数	4.98%	5.61%	1.00%	1.06%
南华能化指数	1.44%	6.19%	-1.41%	1.67%
上证企债指数	1.28%	1.28%	0.03%	0.38%
上证公司债指数	1.23%	1.23%	0.03%	0.36%
南华农产品指数	0.89%	4.24%	-0.25%	0.87%
上证国债指数	0.75%	0.75%	-0.04%	0.25%
中债综合指数	0.65%	0.65%	-0.72%	0.41%
中债国债总全价指数	-1.12%	-0.27%	-2.16%	0.41%
人民币(兑美元)	-2.20%	0.51%	-3.17%	1.30%
布伦特原油	-2.69%	9.04%	-12.31%	6.05%
上证综合指数	-3.62%	5.83%	-8.51%	4.81%
上证转债指数	-3.95%	3.09%	-6.77%	2.89%
深证综合指数	-7.83%	5.18%	-13.65%	6.49%
中小板综指	-10.31%	5.10%	-15.84%	7.41%
创业板指数	-10.75%	4.94%	-16.39%	7.10%

具体分析如下：

1、利率

二季度债券收益率整体呈现出先涨后跌的状态，整体上看不同债券品种之间收益率变化较为不一，国债收益率全季整体表现为反弹态势，并且曲线适度变平，主要原因是地方债在二季度的大规模发行带动国债需求减弱以及4月份之后市场对基本面（包括外围国家）的悲观预期共同导致此市场走势，地方专项债作为政策稳定基建投资的重要抓手，6月份净发行量净增加4836亿，存量增速达到9.8%。

国债十年从季度初的最低点3.04%附近最高在4月底的时候到达3.4%的水平，对应十年国债期货远期到期收益率一度达到3.6%，利率互换Repo 1Y在3.0%，5Y在3.3%，并在5月份开始出现行情逆转，股跌债涨，债券收益率在随后的两个月内快速的下行。整体看季末时点利率水平较季初仍表现出现一定程度的上涨。

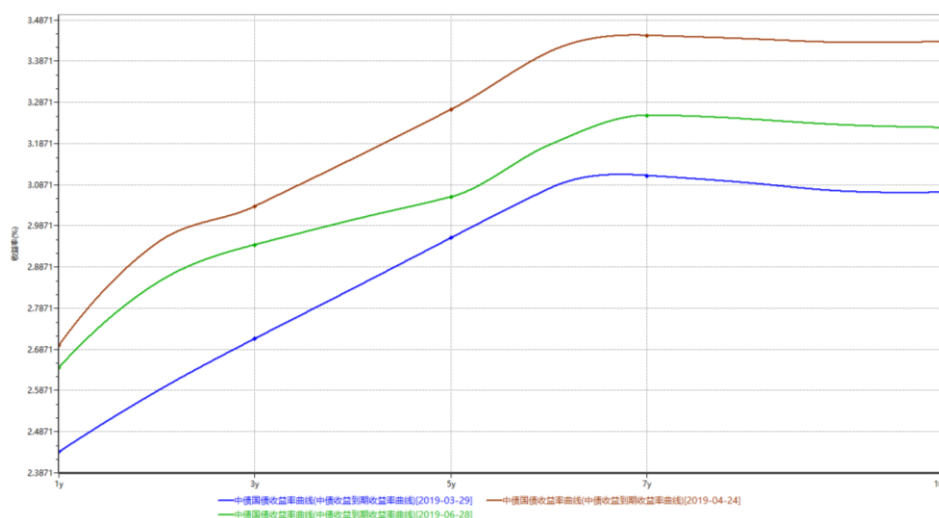


图 3：国债曲线期限利差情况



图 4：10 年国债和国开债收益率及利差变动情况

国开债收益率整体波动方向与国债相似，在进入 5 月份收益率下行过程中，其波动主要是受到 5 月初中美贸易战言论的避险情绪推动，以及 5 月底包商银行事件爆发导致同业金融机构信用快速收缩局面的负面影响。同业信用收缩导致市场对未来实体信用传导预期负面，同时政策在 6 月份进行了大规模的对冲维稳，使得各无风险利率出现了较为明确的下行。但同业信用收缩导致的流动性分层对收益率曲线的短端造成一定程度的打击，全季来看，曲线 7 年及以上的收益率水平均在季末均回到了 3 月底的水平，但是 5 年以下品种的收益率较季初仍然有 20bp 的利差。根本的原因就在于市场谨慎的情绪以及同业存单发行的缩量导致部分机构降低了对短期线无风险利率资产的需求。

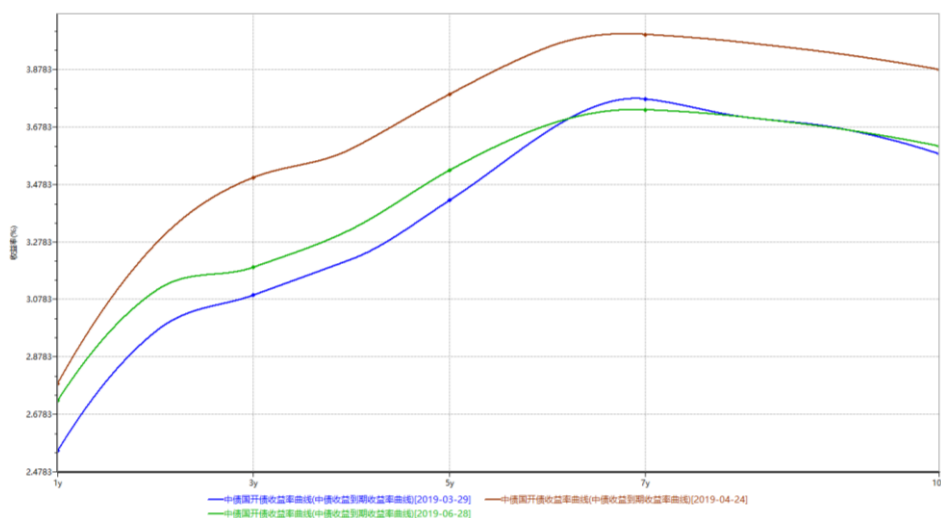


图 5：国债曲线期限利差情况

2、信用债

1) 收益率与信用利差走势

总体来看，2019 年上半年信用市场呈现“高低分化”和“长短分化”的特点，具体来看：收益率方面，AAA 高评级长短端收益率均处于低位；中低评级短端收益率受无风险收益率带动和市场资金下沉评级配置需

求等因素影响下行明显，而长端仍维持相对高位。

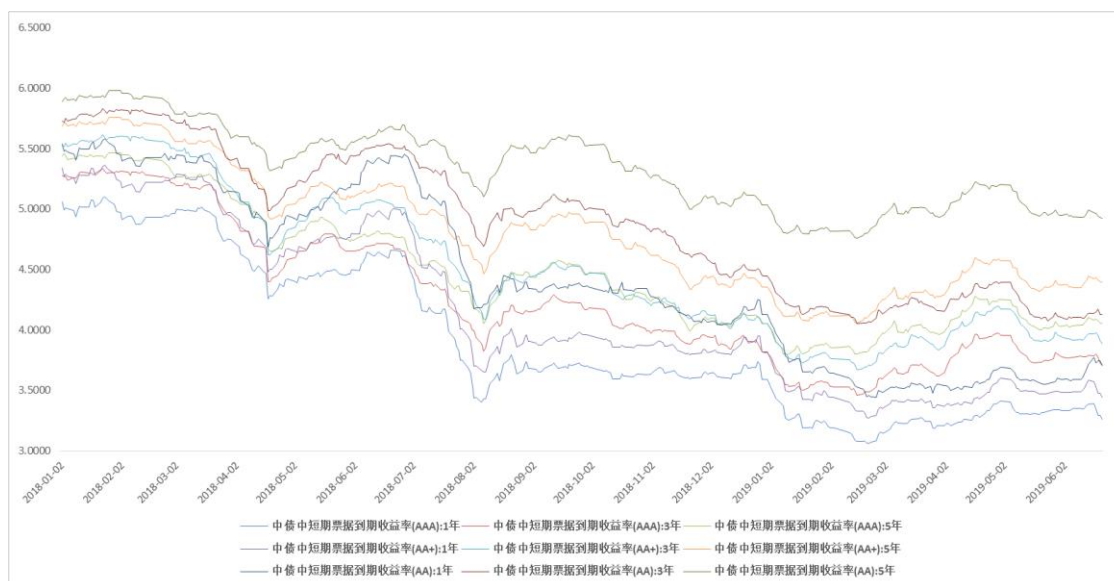


图 6：信用债收益率情况

信用利差方面：从等级角度观察，目前 AAA 高评级信用利差仍窄且城投债与产业债基本一致，目前大致以 100bp 为中枢波动；AA+ 中等级级城投债信用利差在 140-150bp，比同等级产业债信用利差低逾 100bp；AA 低评级城投债信用利差在 250bp 上下，产业债信用利差在 300bp 上下。

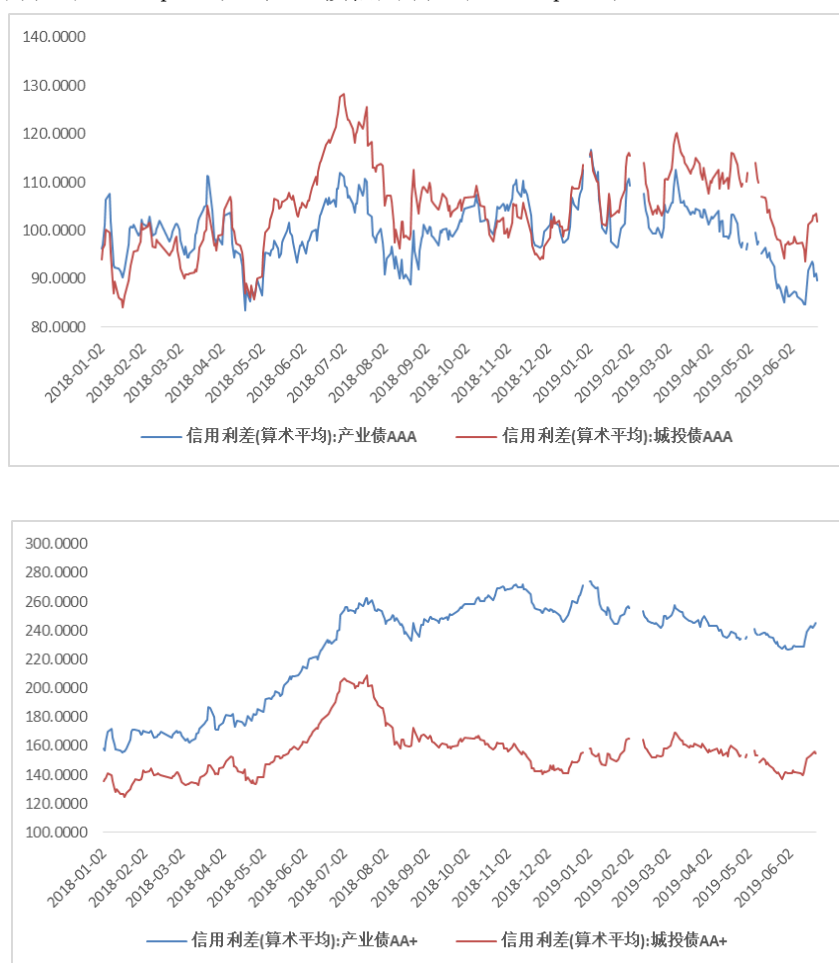


图 7：AAA 和 AA+ 产业债与城投债信用利差情况



图 8：AA 产业债与城投债信用利差情况

从期限角度观察，2019 年初至今中短久期，尤其是短久期信用利差明显收窄，但长久期信用利差无论评级高低，均未看到收窄趋势。进一步表明市场对短期相对乐观，愿意下沉评级博取收益；但对中长期依旧保持谨慎。

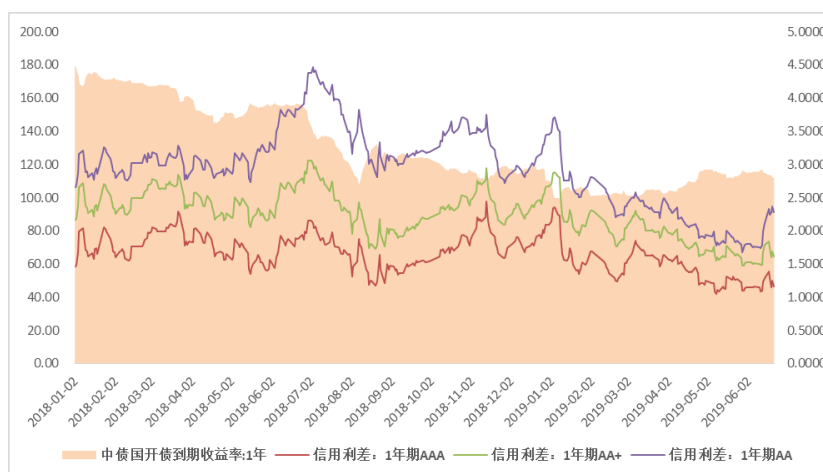


图 9：1 年期信用利差情况

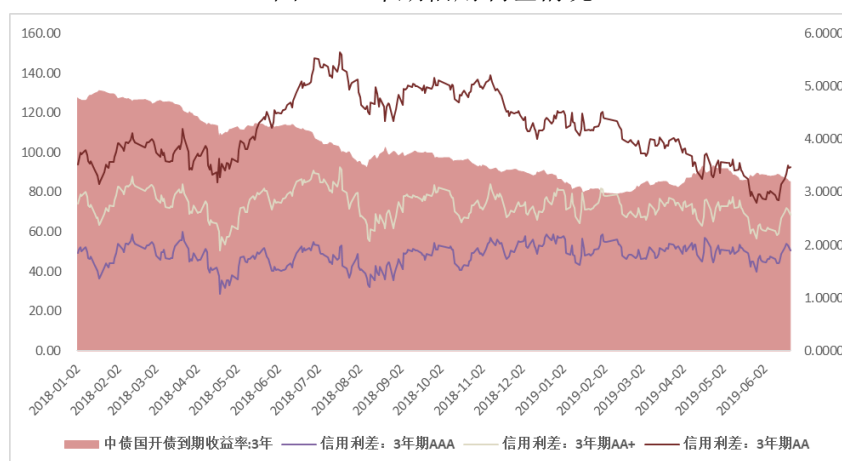


图 10：3 年期信用利差情况

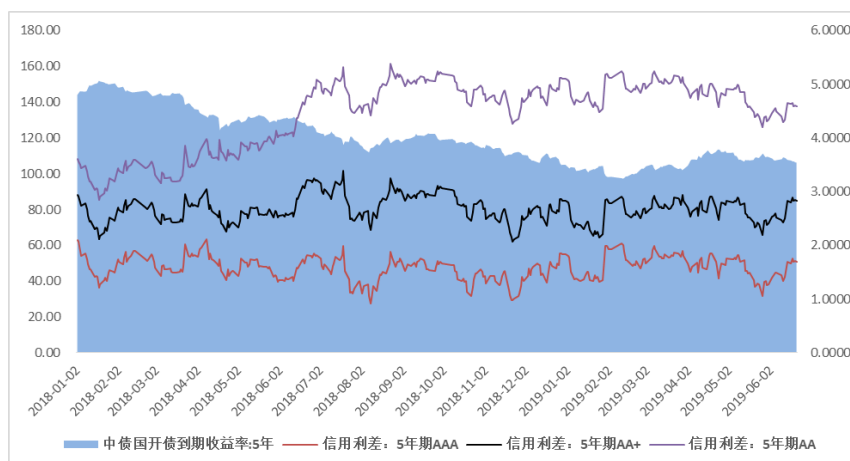


图 11：5 年期信用利差情况

整体来看，在高评级收益率低位震荡的环境下，2019 上半年信用市场仍以短久期与适当资质下沉为主线，中等评级城投在利好消息和政策的持续刺激下成为各类资金追逐的首选标的；但市场对长端信用资产依旧谨慎，尤其是在信用事件持续爆发和包商银行被接管的背景下，上半年长端信用资产交投清淡，收益率和信用利差仍处高位。“长短分化”和“高低分化”使市场出现结构性资产荒的迹象。

2) 信用债违约概况

据 Wind 数据，截至 2019 年 7 月 2 日，2019 年初至今信用债市场共计违约 80 只债券，涉及金额 564.67 亿元，涉及主体 41 家，其中 40 家为民营企业，违约前主体评级仍主要集中于 AA 以下。整体来看，2019 年上半年延续了 2018 年以来信用风险高发的趋势，虽涉及金额未到 2018 年的一半，但违约债券只数已占 2018 年全年违约只数的 64%；且据 Wind 数据，从 2014 年第一只信用债违约算起，所有违约主体尚未到期的债券加总规模近 1500 亿；按中金口径计算上述债券总规模已超 3000 亿。因此我们认为，下半年及未来短期信用市场仍将面临较大的信用风险压力，弱资质主体仍旧面临较大的违约风险，预计 2019 年全年违约债券只数会多于 2018 年。

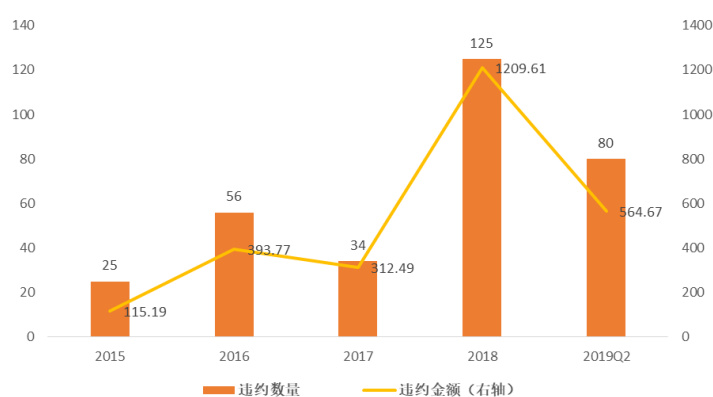


图 12：信用市场违约情况统计

3、权益市场

2019 年 2 季度，宏观经济增速仍然处在下行周期，企业盈利处在探底的路上，金融稳杠杆，中美贸易战于 5 月初进一步升级，6 月底中美领导人 G20 会议会晤，贸易谈判重启，外部风险暂时缓和，以包商事件为代表的债券违约事件屡有发生，市场避险情绪升级，二季度风险资产表现较差，债券市场自 4 月底以来大幅反弹。

具体来说，权益市场整体出现大幅调整，如下图表一，但分化较严重，代表大盘价值股的上证 50 指数再创新高，而代表小盘成长股的中证 1000 指数跌幅-9.98%；见下图表二，分行业来看（按照中信一级行业分类标准），食品饮料、家电、银行、餐饮旅游、非银金融涨幅靠前。

表 2：宽基指数 2019 年二季度涨跌幅

指数代码	指数简称	涨跌幅
000016.SH	上证 50	3.24%
000300.SH	沪深 300	-1.21%
000852.SH	中证 1000	-9.98%
000905.SH	中证 500	-10.76%
399102.SZ	创业板综	-9.36%

表 3：行业指数 2019 年二季度涨跌幅

代码	名称	涨幅
CI005019.WI	食品饮料(中信)	13.02%
CI005016.WI	家电(中信)	3.48%
CI005021.WI	银行(中信)	2.85%
CI005015.WI	餐饮旅游(中信)	2.54%
CI005022.WI	非银行金融(中信)	1.61%
CI005002.WI	煤炭(中信)	-1.82%
CI005003.WI	有色金属(中信)	-2.19%
CI005008.WI	建材(中信)	-3.39%
CI005024.WI	交通运输(中信)	-3.55%
CI005020.WI	农林牧渔(中信)	-3.71%
CI005004.WI	电力及公用事业(中信)	-3.78%
CI005001.WI	石油石化(中信)	-5.57%
CI005018.WI	医药(中信)	-6.50%
CI005026.WI	通信(中信)	-7.28%
CI005014.WI	商贸零售(中信)	-8.02%
CI005010.WI	机械(中信)	-8.17%
CI005013.WI	汽车(中信)	-8.75%
CI005005.WI	钢铁(中信)	-8.79%
CI005023.WI	房地产(中信)	-9.30%
CI005027.WI	计算机(中信)	-9.70%
CI005012.WI	国防军工(中信)	-9.77%
CI005007.WI	建筑(中信)	-9.94%
CI005025.WI	电子元器件(中信)	-10.52%
CI005011.WI	电力设备(中信)	-11.53%
CI005006.WI	基础化工(中信)	-11.53%
CI005017.WI	纺织服装(中信)	-11.71%
CI005009.WI	轻工制造(中信)	-13.68%
CI005029.WI	综合(中信)	-13.80%
CI005028.WI	传媒(中信)	-15.76%

二、三季度展望

（一）基本面

1、政策

今年经济增速仍然处于结构换挡期间的缓慢下滑之中，但逆周期政策的定力明显更足，在经济增速不突破 6.0-6.5% 目标区间时，政策主要关注于稳增长，但同时也随时防止经济过热、局部的泡沫再起。

货币政策方面，在全球央行再次进入降息通道下，人民币汇率企稳，国内货币政策将仍然保持中性宽松，并进一步通过货币市场操作、定向降准、窗口指导等方式调整政策传导路径，为经济增长提供充足的货币环境。

财政政策方面，今年财政政策发力明显，上半年地方政府债发行 2.84 万亿、净融资 2.16 万亿，与 2018 年同期相比分别增加 101% 和 72.92%，财政支出加快，1-5 月，全国一般公共预算支出同比增长 12.5%，远高于财政收入增速 3.8%，执行进度比去年同期加快。市场目前较为担心下半年财政收入的持续性，减税降费必须坚持继续实施下去，下半年有望继续扩大国债、地方债发行以筹措财政资金。2019 年全国地方政府债务限额为 24.07 万亿元，截至 2019 年 6 月末，全国地方政府债务余额约 20.55 万亿，全年政府债务发行量尚有充足空间。

2、经济基本面

经济增长方面，全球经济共振下行之下，存量蛋糕的争夺将愈发激烈，国家之间的贸易摩擦和谈判将并行，中美贸易谈判有望部分妥协，边打边谈，但美国通过科技控制来遏制我们发展脚步的目标和策略不会变动，需要更多的通过内部改革来挖掘新的经济动能。我们预计下半年净出口贡献将进一步降低，同时外贸相关产业的全球产业链逐步进入重新梳理阶段。投资方面，基建投资在财政的支持下继续提速，但受到严控地方政府债务增量的政策限制，基建更倾向于保持已有项目的继续按进度开工完结，增量项目预期不会太多，投资板块主要还看房地产投资是否能够继续扛大旗，但由于土地出让金额的大幅下滑、房产销售趋弱以及房企现金流的紧张，预计下半年房地产投资增速继续趋缓，建安投资的占比将提升。消费方面，在坚持减税的带动下，居民收入增长会再次提升，但居民杠杆率、未来收入的不确定性也会影响边际消费意愿，我们认为下半年消费会再次缓慢提升，社消增速预计能回到 8.5% 左右。

通胀方面，压力主要来自供给端，猪瘟导致的猪价上涨和食品对 CPI 造成持续上行的压力，但油价、居住对应的核心 CPI 没有大幅上行的压力，需求端仍然温和，预计下半年 CPI 能够控制在 3% 以内，中枢 2.5% 左右。PPI 有继续回落的压力，增值税下调也有利于原材料的降价，预计在 0-1% 之间。整体通胀幅度可控，不会对中性偏松的货币政策造成掣肘。

（二）利率

整体上，我们认为三季度利率债收益率将延续二季度的趋势继续下行，在短久期品种逐渐达到 3 月份的低点之后，曲线将进一步下移并可能到达一月份的年内最低点位。

在这个收益下行过程中，基本面大概率仍处于弱势盘整的状态，地产投资在政策不断收紧对房地产融资渠道的背景下，未来的地产的高位投资同比水平将会面临较大的下行压力。而地方债在二季度的快速发行可能在三季度不断落地，专项债补充项目资本金的利好在一定程度上会延缓衰弱的幅度，对冲基本面的下行强度但难改方向。外围在政策面临拐点的局面下，基本面全球共振下行将会是常态化现象。

政策对资金面的定调可能会好于市场的预期，但通过货币市场的利率调低和大幅宽松的可能性很小。在包商事件冲击后，未来同业信用收缩向实体信用收缩的过程可能通过中小银行资产负债表收缩的路径实现，这一过程将会得到政策大幅的对冲，未来地方债仍然可能进行超额增发，通过增加政府的杠杆率和财政政策刺激来维稳经济。但目前来看这一威胁在三季度尚不能落地，货币政策在三季度仍将保持一定的定力，

并通过控制隔夜的价格在 2%左右，7 天价格在 2.5%左右的操作，保持住整体货币市场的稳定性，在其他渠道对货币体系分流威胁的较小下，债券市场的机会仍然是相对融资成本重新定价的过程，利差的收敛以及权益市场预期的悲观倒逼资金进行避险选择从而带动债券收益率保持第三季度的下行态势。

（三）信用债

1、信用市场供需情况

1) 供给端

2019 一季度总发行量和净融资额同比分别上升 0.5%和 22.73%，但二季度总发行量和净融资额同比显著下降 11.65%和 16.67%。从结构上看，2019 年上半年国企信用债总发行量与净融资额依旧保持同比增长态势，在此背景下二季度总发行量和净融资额的下滑一定程度上反映了市场依旧对民企维持相对谨慎的态度。总体来看，高评级和以城投为主的国企发行仍占绝对多数，低评级弱资质主体和民企发行规模仍低。

另一方面，2019 年三季度与四季度信用债到期偿还量分别为 6.10 万亿和 4.42 万亿（尚不包括未来新发短融年内到期规模和进入行权期回售规模），到期续发压力仍存。总体来看，信用债新增融资需求和再融资需求使得信用市场供给总量得以支撑，但进入二季度以来，风险事件的点状爆发叠加市场流动性分层的影响，弱资质主体和前期依靠结构化发行的主体存在无法借新还旧的风险，可能造成后续信用债供给的强弱分化。

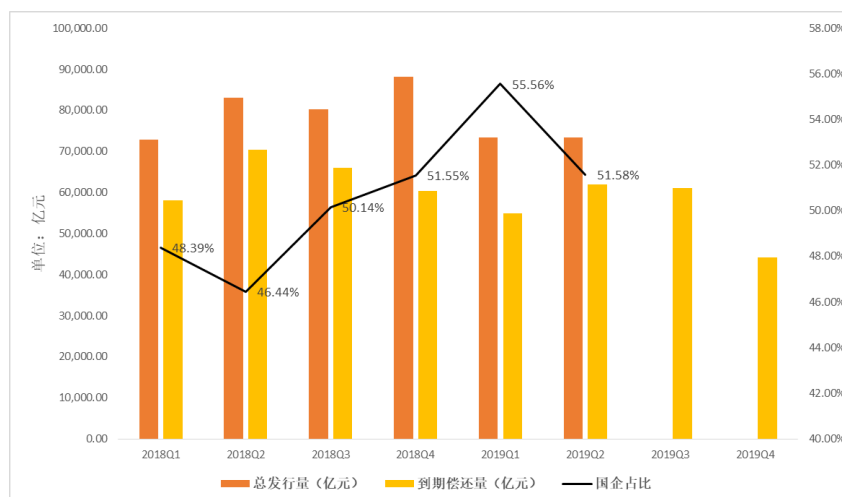


图 13: 信用债发行偿还量

2) 需求端

从最新托管数据来看，近期商业银行和保险机构有比较明显的抛售信用债配置利率和准利率资产的趋势，银行的信用债配置动力仍弱；NCD 整体存量下行，导致各机构对 NCD 均显示减持。非银方面并未呈现出特别明显的偏好需求，但存在一定卖短配长的趋势，同时较多参与利率债波段，反映了收益率在经历前期下行之后，当下短端信用资产的性价比已然较低，非银机构为了完成收益而拉长久期和波段操作。

若未来短久期、高评级信用债收益率维持低位，在负债端成本刚性的情况下，我们预计广义基金为提高收益，仍存在一定下沉评级和拉长久期的需求；而商业银行需要兼顾风险偏好、考核指标等因素，叠加高评级信用债收益率相较于地方债已无明显性价比，因此银行端增配信用债的动力和空间较为有限。从全市场来看，短期信用债市场的整体需求规模预计不会出现大幅波动，但在结构上可能出现分化：更多的需求会转向中长久期、中低评级的国企、城投及各行业龙头。

表 5：6 月债券持有人结构变动

	商业银行	证券公司	保险机构	广义基金
超短融	-207.96	8.74	-10.70	378.53
短融	18.23	0.73	-2.85	48.25
中票	-202.27	94.79	-7.35	303.78
企业债	30.05	-6.89	-7.92	-138.81
NCD	-1768.52	-158.60	-18.70	-5.99
国债	-356.70	292.84	104.90	562.13
国开债	542.47	35.29	10.25	898.12
地方债	3061.49	-83.75	466.52	1661.69

2、行业信用面

周期行业：钢铁、煤炭、有色金属和水泥等过剩周期行业在供给侧红利褪去后，盈利能力减弱，但从螺纹钢、动力煤价格走势来看仍在震荡上行区间，总体而言上游产品价格相对景气，但高企的铁矿石价格压缩了钢厂的盈利空间。2019 上半年，随着基建项目的开工及持续建设，短期来看周期行业景气度有望维持，但考虑到经济改善的确定性尚不明确，PMI 仍在荣枯线上下震荡；同时，周期行业内部的主体资质分化也相对较大。因此，下沉资质的风险较高。

房地产行业：房企 2018 整体业绩较好，但全年政策层面对房企融资渠道的限制并未明显放宽。进入 2019 年初头两个月，房地产销售面积同比出现三年多以来的首次负增长，头部房企战略重心也从扩规模转变为保证现金流周转。

但从整个上半年来看，政策对地产的调控以稳为主，“因城施策”和部分地区落户、房贷等标准有放宽迹象；另一方面，全国大型及部分区域龙头房企的行业集中度在不断提升，土地和项目储备布局合理的大中型房企安全边际较高，融资方面也更加受到金融机构的青睐和支持，在当下时点风险较为可控，存在一定配置价值。

城投：自去年年中货币政策转向以来，融资环境的改善令市场重拾对城投的信仰，年初至今城投债信用利差收窄明显；此外，在中央“严控增量、化解存量”的思路下，各类政策频出叠加镇江、天津、西南、湖南等地频传债务化解试点消息，进一步增强了市场的信心；就当下而言，信用市场中城投债的整体流动性最佳；另一方面，由于公募债违约会导致整个地区融资条件出现恶化并可能引发系统性风险，因此在地方债务问题得到缓解之前，公募城投债违约概率仍然较低，相对其他品种而言，城投债下沉资质和拉长久期具有较高的性价比。

但需要注意的是，经历过近一年的下行后，目前高评级、短久期城投债的收益率和利差已处于低位，短端的配置价值相对较低；而低评级和长久期标的虽然有较高的性价比，但由于区域发展情况不一、城投资产和经营情况参差不齐等原因，盲目下沉评级拉长久期的做法极易发生风险。尤其是随着某银行被接管事件的发生，传统信仰的力量或许不足以支撑城投平台经年累月积累的债务风险。

因此，在综合考虑融资环境、风险偏好、违约概率以及流动性的基础上，回归基本面，对城投平台进行谨慎甄别成为当下的首要任务。

民企：2018 信用萎缩叠加民企盈利能力弱化、违约高企，民企收益率与信用利差居高不下；随后宽信用政策开始推出，但后续传导略显乏力。2019 年至今，在政策的继续推进下，民企融资环境略有改善，民企信用债发行情况相对好转；在经历行业洗牌之后，各行业集中度或多或少有所提升，民企龙头配置价值凸

显。但同时需要关注的是，宽信用政策也给了弱资质民企喘息续命的时间，结构化发行等问题也再次成为风口浪尖；叠加今年下半年信用债到期集中偿付压力仍大，民企的整体信用风险依旧不容小觑。

3、信用投资策略

整体来看，上半年无风险利率整体处于低位震荡，信用市场基于前期对政策回暖的预期和情绪，叠加高等级信用债收益率已下行较多，目前中等级信用债，尤其是龙头房企、城投债受到的关注正不断增加，相关品种的信用利差有一定修复。但总体来看，中低评级信用利差仍处于相对高点，低评级产业债和城投债的信用利差没有明显收缩态势，信用风险事件依旧频繁发生，信用风险并未完全释放，因而过度下沉主体资质的时机未到；另一方面，在短端收益率性价比降低的基础上，长端的配置价值开始显现，拉长久期正成为增厚收益的一种选择，但考虑到信用债相对利率债天然的流动性劣势，以及对无风险利率和信用风险的考量，过度拉长久期也不可取。因此综合来看，当下仔细发掘中等级和 3-5 年中等久期的信用债标的具有相对较高的性价比。

从市场表现来看，目前具有一定利差保护且安全边际相对较高的资产主要集中在中等级城投、房企和民企三大类。民企因为道德风险、信息披露、实控人不可控事项、连带担保等诸多因素，在市场中仍处于劣势，叠加近期信用风险事件仍持续爆发，从风险收益角度来看，除行业龙头民企具有较高性价比外，其他配置价值相对较低。房地产企业行业利差在上半年经历了一波下行，主要源于市场情绪的改善以及龙头房企竞争力与行业集中度的提高；当下，头部房企的信用利差已经收窄，我们认为未来房企的投资价值主要集中在区域性的龙头企业，可以深挖土储和项目分布区域佳、债务率和周转率控制较好的企业。从整体配置板块来看，目前性价比最高的选择仍然是城投，因此下一步的配置策略应着重挖掘配置价值较高的城投企业。具体来看：

1) 民企

一方面，上层对民企的稳信用甚至宽信用的政策仍在推进和执行，但大部分民企的财务杠杆仍然处于被动上升中，原因在于此前融资宽松环境中的快速扩张造成资产负债双高，但投资回报速度不及信用环境收缩的速度，导致民企、尤其是低资质民企被迫接受债务期限的缩短和融资成本的上行，来滚续长期借款；而近期政策的“稳”从反面看进一步强化了部分民企赶在政策窗口结束前尽早发债的想法，导致弱资质主体和结构化发行频出。

短期来看确实有利于缓解民企债务滚续的问题，但长期的结果就是民企的负债扩张速度进一步加大，造成负债率进一步上行，在优质资产不足的情况下给下一次集中偿付期埋下了更大的隐患。近年来的信用风险大部分爆发在民企之上，而包商事件过后被市场规避的质押券也多数是弱资质民企或结构化发行主体，市场也一度传出多个结构化发行或质押式回购违约的消息。因此我们认为，当前政策对民企的照顾，从初衷而言是结构性的，对于经营不善、本该按照市场化原则出清的企业，就应该出清；但从目前实际执行来看，政策宽松的窗口使得众多弱资质主体反倒有了喘息续命的机会，这与政策初衷出现背离。所以，当下对民企的分析更应精雕细琢：一方面，结合行业周期、景气度与民企发行人基本面研究，深入挖掘各行业龙头民企投资机会；另一方面，在强弱分化加剧的背景下，对于财务杠杆居高不下，依靠政策勉强维持债务滚续的主体，应当更加谨慎，抵住收益诱惑，坚决规避。

2) 房地产

15-17 年去库存运动之后，房企整体库存实际上已经下降，而严格的房地产收紧政策使得行业进一步向龙头企业集中，18 年房企信用利差排行业第一，主要源于市场对于其基本面和再融资恶化的担忧，但市场证明房地产企业至今为止并无一例违约产生（银亿不算正统房企）。进入 2019 年，部分资金因业绩压力开始挖掘高收益债的情况下，目前龙头房企信用利差已经有了较大压缩。

我们认为，地产行业属于“强周期+强调控”的行业，对行业周期的把控及个体资质的甄别需要尤其谨慎，但其中可以把握一条主线，即：国企+区域龙头。若周期下行或政策收紧，则龙头的抗风险能力更强，行业集中度也可在洗牌中提升，而房企作为银行贷款的主要投向之一，在景气度较差的时候，龙头企业仍能获取稳定的银行融资渠道支持，进一步提升其在行业下行趋势下的抗风险能力；若周期上行，则龙头房企规模效应凸显，盈利和现金流的改善能先人一步。

总体来看，我们认为龙头房企仍然具有较高性价比，可以关注排名靠前，债务负担较低的发行主体；但对于部分区域龙头，则需要深入研究其项目及土储分布情况，对周转率降低、频拿“地王”、短期负担较重的房企，即使其在区域内市场份额较高，也需要谨慎对待。

3) 城投

整体来看，目前公募城投债仍是当前较为理想的配置品种。目前仍有较多的中低评级城投债具有相对较高的性价比。同时，年初以来，政策要求对在建设项目合理融资，平台再融资风险的缓和有所呵护，且2019年安排地方专项债新增规模2.15万亿，同时6月份出台专项债可补充项目资本金的建设、以及鼓励采取市场化方式（如鼓励开发区平台IPO等），妥善解决融资平台到期债务问题，可以看到政策仍处于利好期，因此，城投公开债务实质违约的风险相对较低。从主观层面而言，各平台和地方政府均不愿意做第一个撤下遮羞布的违约者，在当下的时点对于部分中低评级平台仍具有一定的投资价值。而对于城投非公开债务，无论从政府容忍度和舆论影响力等方面都显著小于公募债，因此在到期压力下仍然存在风险事件爆发的可能，需保持谨慎。

从操作层面来看，我们认为选城投实际上是选城市，对中高收益的城投，主要区分为以下三类：

- (1) 发达地区的弱区县
- (2) 中部落后地级市及强区县
- (3) 负面地区的省平台、地级市平台及少数强区县。

我们建议：

- (1) 城投债投资从区域、城市角度出发，核心布局在优质城市，较弱区域则仅布局高行政等级平台。
- (2) 久期方面则根据城投自身资质情况进行选择：长久期债券持仓仅在选定的优质城市中进行配置，中短久期则可放松至大部分城市；同时需要建立省份及城市黑名单，黑名单内城市均不进行投资。

4、风险及关注点

1) 地方政府隐性债务化解问题。

对于地方政府隐性债务的化解，中央“严控增量、化解存量”的态度不变，从近期镇江等部分地区的实现形式来看，政府的处理方式较为柔和，出现“硬着陆”的概率不高。但类似模式能否推广仍有待考究，且不排除外部因素（贸易战等）对国内影响降低或消除之后，政府重回严监管的可能。虽然当下城投债存在较好投资机会，但在实操层面对弱区域、低评级平台仍应保持谨慎。

2) 民企信用风险进一步暴露。

2019年初至今违约主体中绝大部分仍为民企，此前的民企纾困政策在年初至今似乎并没有太多新的进展：CRMW仅新发几只，纾困资金也并无新消息；镇江传出“化解方案”之后，市场对低评级城投的信仰重燃，民企的关注度降低，政策宽信用到市场宽信用的传导遭遇瓶颈。叠加2019年是债务到期大年，发行人再融资环境恶化容易导致市场信用违约事件再度爆发。

3) 发行主体基本面风险与道德风险仍存。

部分违约主体财务报告质量差，存在高存高贷、流动性紧张等问题，如单纯从财报入手很难发现潜在风

险；同时还需要警惕部分主体由于道德风险引发的恶意违约行为。

4) 金融机构和城投平台并非低风险，流动性分层和信用收缩带来的同业风险值得引起关注。

2019 年 5 月底，某银行被接管，随后央行说明以 5000 万为标准进行后续处理，给市场带来一定震荡，信仰派受到一定冲击；随后，同业风险情绪进一步传导引致流动性分层，使得非银资金面趋紧，并进一步传导至部分非银账户出现违约风险。未来，在金融去杠杆深化的背景下，金融机构、城投或许不再“金刚不坏”，上层逐步破刚兑的决心可能会使得资质较弱的主体被托管、重组甚至破产清算，从而给投资带来损失。而就当下而言，我们认为应该重点关注的同业风险集中在持仓信用等级较低、结构化发行和协议式回购等账户。

（四）、权益市场

基本面和企业盈利：经济仍然处在下行周期当中，从 5、6 月份的 PMI、工业生产和消费和进出口数据来看，二季度经济增速较一季度有所降低是大概率事件，但是二季度可能是全年经济增速的低点，即库存周期在 2019 年二季度触底的可能性较大，由此推算，企业盈利的拐点应该在三季度或四季度。如果我们将 CPI 代表企业产出增速，PPI 代表企业的投入的增速，那么 CPI-PPI 代表企业盈利的增速，见图 14，可能看出企业盈利的增速在触底的过程当中。

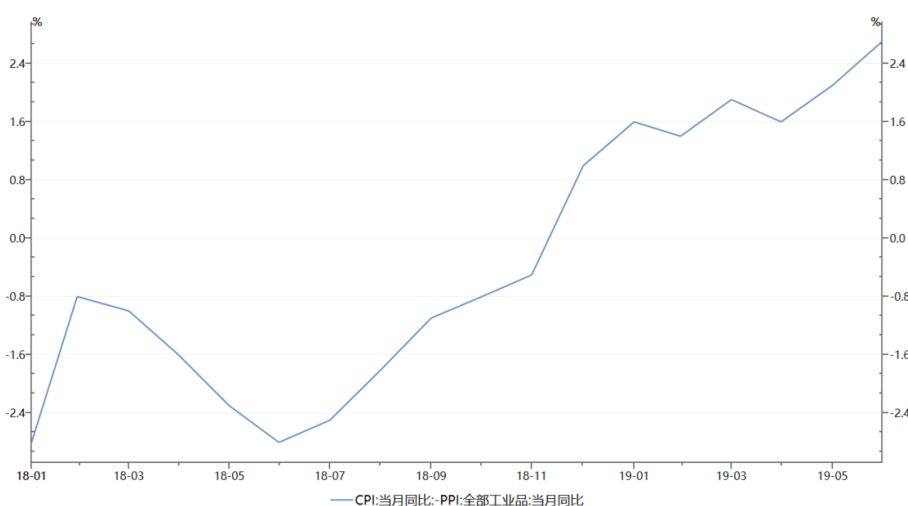


图 14: CPI-PPI 的走势

无风险利率：海外，上半年，受美国推行的贸易保护主义和提高出口关税的影响，全球经济受到了严重的拖累，美国经济周期处于短周期库存周期和朱格拉周期向下的共振，加上美股处于历史高位，估值的高位，未来三季度甚至下半年美股的风险在加大。近期美元指数大幅下挫，美国十年期国债收益率大幅下行，全球可能进入货币宽松的周期，以澳大利亚央行为首 2 季度已经进行两次降息，市场预期美联储在三季度乃至四季度降息的概率在上升，国内的无风险利率也随之下行，十年期国债利率再创新低，三季度无风险利率可能还有进一步的下行空间。

风险偏好：6 月底，G20 会议的召开，中美两国元首会晤，会议达成一致意见，将重启中美贸易谈判，并承诺停止美国对中国的 3000 亿出口商品增加征收关税，G20 峰会两国元首谈判的结果，可以说超出之前的市场预期，对提振市场 A 股市场短期的风险偏好有积极作用的。另外 7 月底即将召开的国务院常务会议可能对下半年整个经济政策进行定调，会有促进经济和金融的相关政策出台。最后科创板的正式开通，也会短期提振 A 股市场的信心。

市场估值：截至 2019 年 7 月 3 日，上证指数市盈率（TTM）为 13.5，市净率为 1.50；深成指市盈率（TTM）为 23.4，市净率为 2.53；创业板指数（TTM）为 49.6，市净率为 4.54；整个 A 股的市盈率（TTM）为 17.4，市净率为 1.74，均处在历史 30%分位数水平以下，整体市场的估值仍然处在历史的相对较低区域。

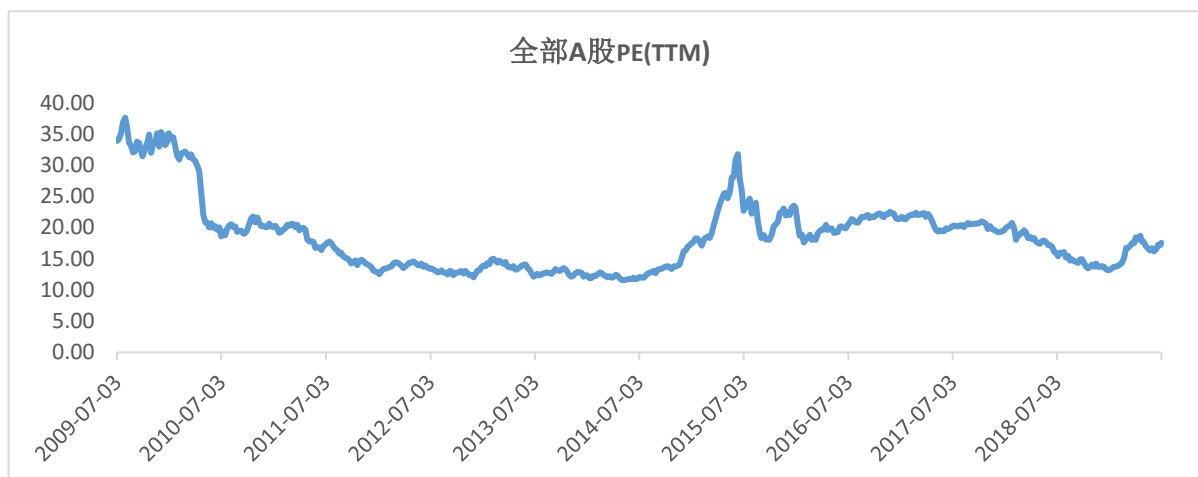


图 15：A 股估值 PE（TTM）

总结：三季度，在中美贸易战所带来得外部风险暂时缓解，国内流动型宽松延续，无风险利率下降、风险偏好提升，企业盈利触底的条件下，风险资产在经历第二季度的调整以后，可能会迎来一波反弹。另外，从历史统计规律来看，三季度 A 股上涨的概率较大。

中长期的风险点：2019 年，困扰市场中长期走势的几个核心风险要素仍然存在，即：（1）中美贸易摩擦与科技竞争甚至是地缘角力会成为常态，中长期看，两国之间合作与竞争并存。对于我们而言，应更多聚焦在自身问题的解决上，比如债务问题，金融杠杆问题的处理，产业结构调整与升级，挖掘发展新的经济增长点等，以减小外部因素对本国经济带来的影响。（2）全球经济增长乏力，各国央行争相降息，全球货币已经步入宽松周期，美联储是否在今年三季度至四季度降息，主要是看美国的经济增长、通胀水平、就业情况，具有不确定性。再加上美股处于历史高位，风险在加大，对全球风险偏好具有抑制作用。（3）目前中国经济增速及企业盈利增速均在下滑，债务问题频出，整体估值虽然已经接近历史低位，但是否见底还未完全明朗。2019 年中经济有望进入企稳阶段，上市公司的盈利能否有明显改善也需要持续跟踪来佐证经济触底的真实性。

（五）、资产配置

总体看来，我们认为第 3 季度债券和权益类资产都有表现的机会，可根据自身的投资偏好进行配置，或采用风险平价等策略进行配置，但也需时刻关注预防可能的风险事件冲击。

法律声明

本报告由蜂巢基金管理有限公司制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，如未作特殊说明，本报告中数据均来自 wind、监管机构和蜂巢基金自行搜集，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载资料、预测及建议仅反映作者最初发布此报告日期当日的判断，可根据市场条件变化而更改。本报告已力求内容客观公正，但文中的观点仅供参考，不构成任何投资建议。投资者应当对本报告中的信息和意见独立评估，对依据本报告进行投资所造成的一切后果，本公司不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发布或传播。如引用、刊发，须获得本公司许可，任何机构及个人不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。