

蜂巢基金管理有限公司

Hexa Asset Management Co., Ltd.

2020年1季度市场策略



2020年1月



一、2019年回顾

宏观主线

一、贸易冲突和全球经济放缓

全球贸易次序在美国的挑起下正在重构，WTO已下调2019年全球贸易量预期至1.2%，贸易增速在0.4%至1.6%区间，2020年可能回升1.2%。中美贸易谈判贯穿全年，在年末终于达成1阶段协议，但产业链的变迁、国产替代的浪潮已经不可阻挡。冲突的背后，是全球经济增速的放缓，欧元区、日本和美国制造业PMI先后跌破荣枯线，美联储带动全球央行重启降息周期，而欧元区早已深陷负利率泥淖。历史经验看，货币宽松到经济复苏需要5-8个季度的政策传导时间

二、地产的韧性

全年房地产销售和房地产投资表现持续亮眼，成为支撑固定资产投资的主要力量，其背后是销售和银行信贷的支持，以及房企进一步快周转策略的执行

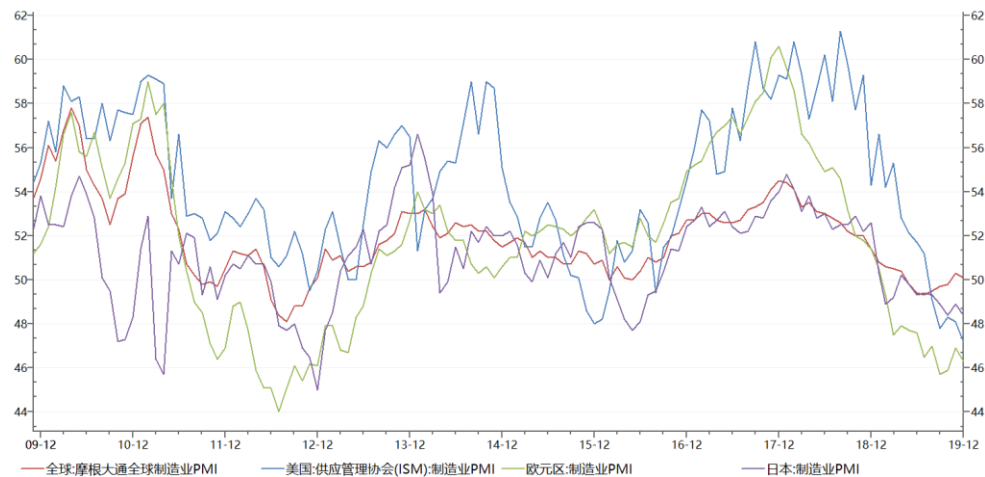
三、宽松的政策

财政政策方面，持续减税降费，通过非税收入弥补财政收入，1-11月全国一般公共预算收入同比增长3.8%、支出同比增长7.7%；政府性基金收入增长7.9%、支出增长19%，支出缺口创历史新高

货币政策方面，央行推出新贷款基准LPR，以更加市场化的方式进行贷款定价，全年全面降准2次、定向降准2次，2020年1月又已全面降准1次；除5月包商事件造成了结构性钱紧以外，资金市场维持平稳和宽松

四、通胀

3季度市场开始关注通胀，但4季度通胀已经不再成为货币政策的掣肘，对市场的影响也逐步让位于流动性



数据来源: wind



数据来源: wind

一、2019年回顾

近10年以来大类资产收益率

年度收益率	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
沪深300	-12.51%	-25.01%	7.55%	-7.65%	51.66%	5.58%	-11.28%	21.78%	-25.31%	36.07%
中小板	21.26%	-37.09%	-1.38%	17.54%	9.67%	53.70%	-22.89%	16.73%	-37.75%	41.03%
创业板	13.77%	-35.88%	-2.14%	82.73%	12.83%	84.41%	-27.71%	-10.67%	-28.65%	43.79%
中债总财富	2.05%	5.32%	3.60%	-0.47%	10.34%	8.15%	1.85%	0.24%	8.22%	4.59%
国开财富	2.45%	4.75%	2.13%	-1.20%	11.54%	7.34%	0.87%	-0.41%	9.71%	4.34%
企业债财富	4.69%	4.17%	7.41%	1.76%	11.66%	11.00%	2.46%	1.95%	8.23%	6.48%
商品指数	12.04%	-16.96%	4.22%	-12.37%	-16.54%	-14.52%	51.34%	7.85%	-5.83%	15.58%
沪金	24.87%	3.36%	6.50%	-29.64%	0.94%	-6.46%	20.07%	2.35%	3.55%	20.51%
布油 (美元)	20.72%	12.79%	3.97%	-0.28%	-47.46%	-35.29%	50.84%	17.69%	-19.55%	22.68%
人民币兑美元	3.48%	4.48%	1.02%	2.83%	-2.48%	-4.67%	-7.02%	6.30%	-5.43%	-1.46%

数据来源: wind

- 从2019年大类资产的表现来看，以人民币计价的大类资产罕见地全部上涨，史上未有，核心原因是**全球的流动性宽松**
- 历史来看，当商品指数上涨时，债市处于熊市，但2019年打破此规律
- 从债市来看，牛市不超过2年，连续上涨2年后第3年的持有收益可能大幅下行
- 黄金价格已经连涨5年（加上2020年的涨幅），并且突破2012年的年收盘价高点

一、2019年回顾

利率市场：M型走势低位震荡



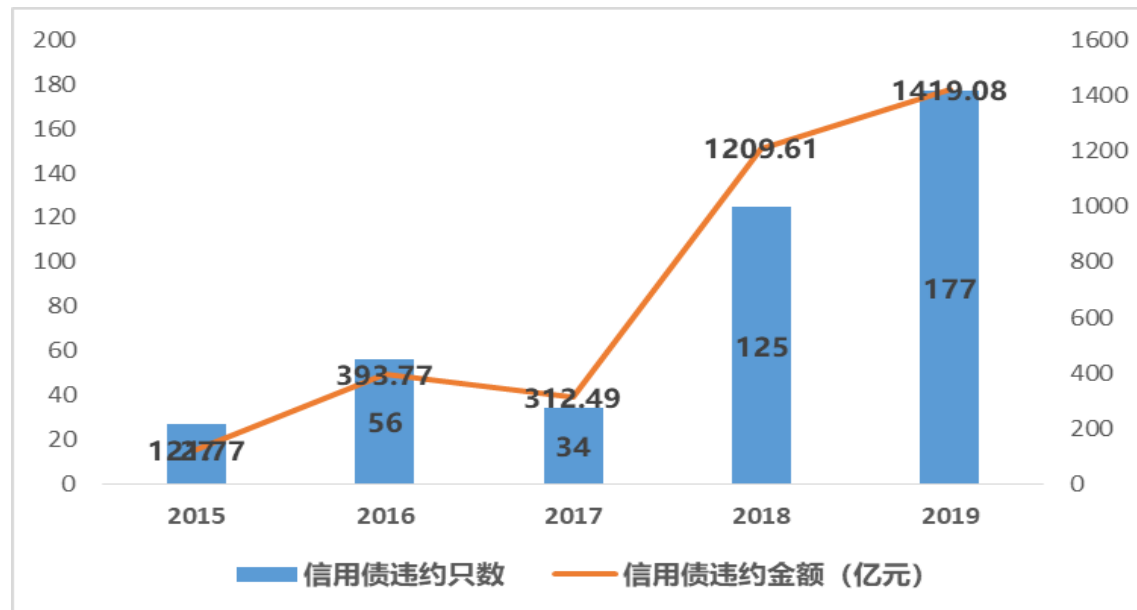
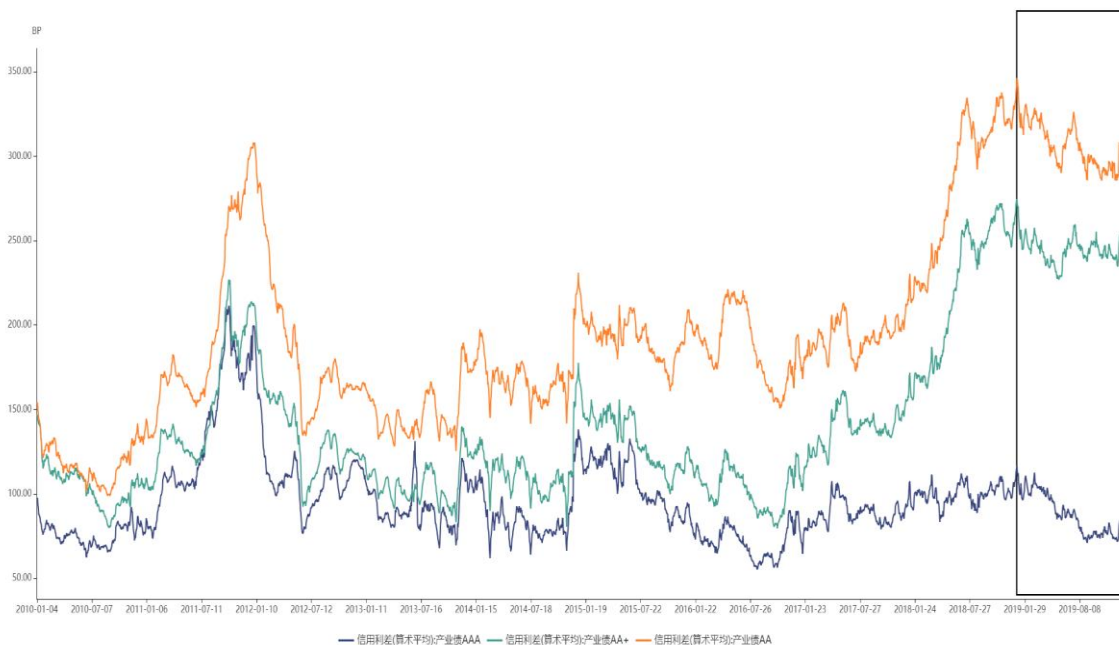
数据来源：Wind

图为10Y国开活跃券收益率周K线图，从全年走势来看，实际是在2018年的大幅下行之后，在3.4-3.8%的区间内来回震荡，4次主要拐点刺激原因分别是1季度的基本面数据、5月贸易谈判变数、8月同业负债新规和通胀、11月充足的流动性与配置需求

一、2019年回顾

信用市场：利差压缩，违约常态，没有绝对的信仰

- 目前除1年内外，其余期限信用利差多位于历史底部；且由于全年绝对收益率低位震荡，出于风险收益角度考虑，市场存在拉长久期的需求，导致中长久期信用利差已破前低。
- 虽然2019全年新增实质性违约主体较2018年有所减少，但从违约金额和涉及债券数量来看，2019信用违约已超过2018年，信用违约风险并无显著改善，且愈发呈现**常态化**特征。
- **刚兑与信仰被逐一打破，各领域信用风险此消彼长。**虽然从数据来看，风险爆发重灾区仍是民企，但BS、青海盐湖、呼经开、方正等风险事件的爆发，正一次次的冲击信仰。随着去杠杆的推进，前期各领域积累的债务风险均有爆雷可能；覆巢之下，信仰投资已成历史。
- **风险事件多样化。**除公开市场实质性违约外，非标违约、永续债不赎回等现象越来越普遍，其引发的连锁反映冲击着市场交投情绪。



一、2019年回顾

A股市场

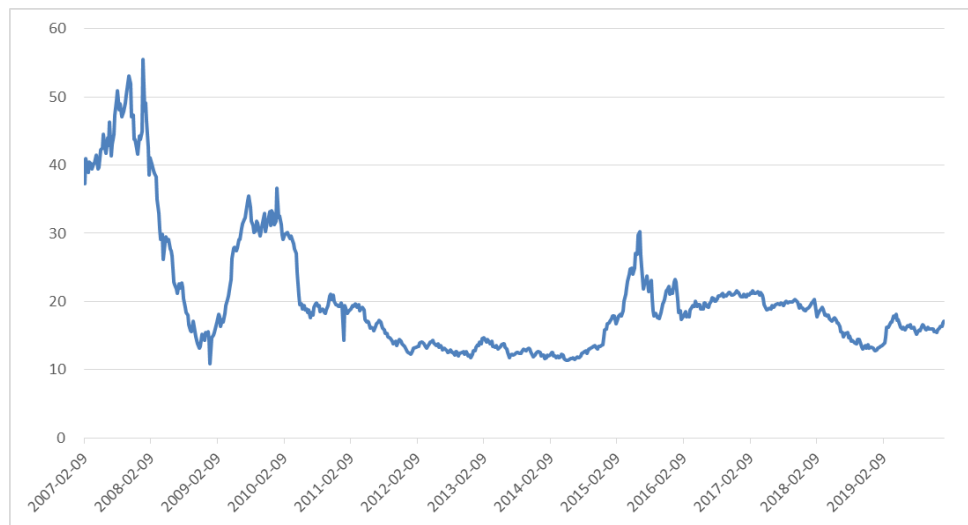
各主要指数四季度全部上涨，其中创业板综指以7.56%的涨幅领涨，上证50涨幅4.57%垫底。分行业来看，建筑材料、电子、家用电器、传媒、房地产涨幅居前，国防军工、商业贸易、公用事业、休闲服务、通信跌幅较大。

股债相对比价——从估值的角度来看

- 以WIND全A指数的PE（TTM）的倒数和10Y国开收益率之差作为“股票溢价指数”，与全A指数具有明显的负相关性，但除非溢价指数达到历史的极端值，否则无法对交易做出方向性指示，大部分时候指数是在宽区间中震荡
- 2019年初，溢价率达到了5以上的高点，随后在1季度带来了一波30%的上涨，但目前处于中枢位置
- 类似的，看股市PE也是同理，从估值的角度来看，目前处于低位，但并非绝对低值。



全A股溢价指数



全A股PE值

二、2020年宏观推演

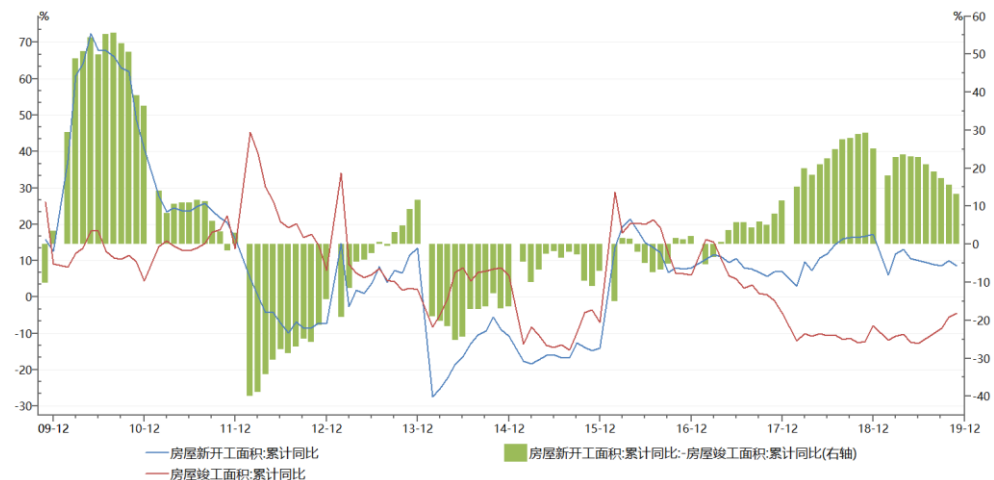
经济增长-总量拆解：

房地产投资：将进一步回落，2019年的土地购置费用增速不到2018年增速的三分之一，针对房地产企业融资渠道的全面收紧进一步降低了开发商拿地的热情。另一方面，房地产新开工与竣工缺口持续扩大，接近交房，房地产商将不得不将更多的资金用于竣工和装修阶段，进一步降低拿地的动力。再次，随着房地产融资条件持续向头部房地产企业集中，行业的集中和并购将持续进行，在地方政府维持土地价格的压力下，头部房企将更多的以谈价空间更宽裕的并购拿地代替一级拿地。

基建投资：预计2020年将会呈现更大幅度的反弹，这与专项债发行规模增加、项目资本金放松、主要经济工作会议要求落实新发展理念推动地方官员作为和改善激励机制等相关。

消费：持续的减税之后，居民收入分配比例逐步提高，加上消费政策的推动，2020年消费增速将会回升。

净出口：在全球贸易摩擦的大背景下，2019年1-11月进口累积下滑4.6%，出口累积下滑0.3%，相比2018年同期分别下行22.94和11.82个百分点，进口增速的加速下滑导致贸易顺差不降反升，这反映了内需下行的显示。2020年，IMF预计全球经济增速从2019年的3.0%反弹至3.4%，有利于贸易基数的扩大，在中美达成一阶段贸易之后并且后续谈判看好下，汇率预计将稳定，出口会有所恢复，进口在内需的恢复下大幅提升（并且承诺了加大从美国的进口），进出口增速有望回到小幅正数。



二、2020年宏观推演

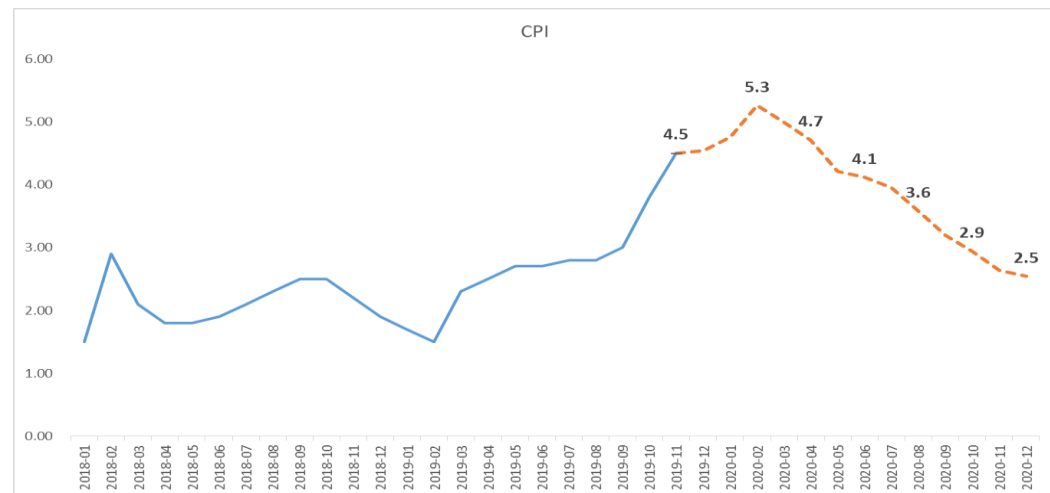
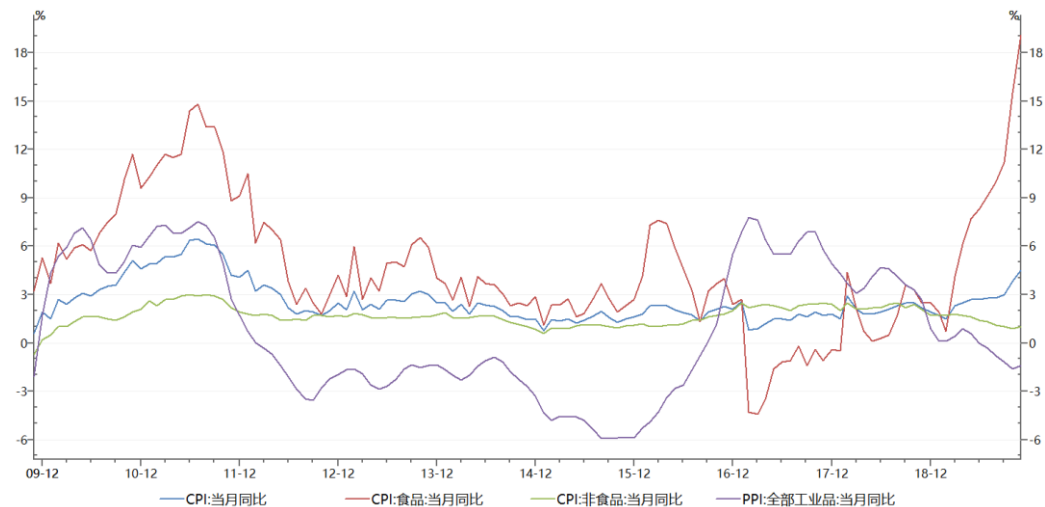
通胀形势：

CPI：本轮CPI上行主要源于猪肉价格的上涨，并带动肉类、禽类价格的上涨，但在国家的迅速调控应对下，价格上行幅度有限，且并未带动全面的通胀预期，由于能繁母猪量和生猪存栏量已经见底回升，预计猪肉价格将在2020年下半年见顶回落，从基数效应和春节前置效应来看，2020年1月将是CPI最高点，数值可能在5.3%附近，此后逐步回落。

PPI：核心影响因素是油价和房地产、基建投资，对这3要素的情景分析可以大致判断2020年PPI的水平区间，中性情况下假设基建增速在上半年年末达6%，房地产投资增速上半年年末略回落至8%，原油价格(WTI)2020年维持在现有水平，则PPI同比增速仍然在0附近，即使再乐观点，PPI也仅到2%附近，无通胀风险。

可能超预期的，是目前产能利用率处于高位，一旦“补库存”导致的商品需求超预期反弹，将因产能缺口推动PPI超预期上涨，但我们认为此事件发生的概率不大。

整体上看，结合CPI和PPI，2020年的通胀仍然可控，不会对货币政策形成掣肘。



二、2020年宏观推演

政策：

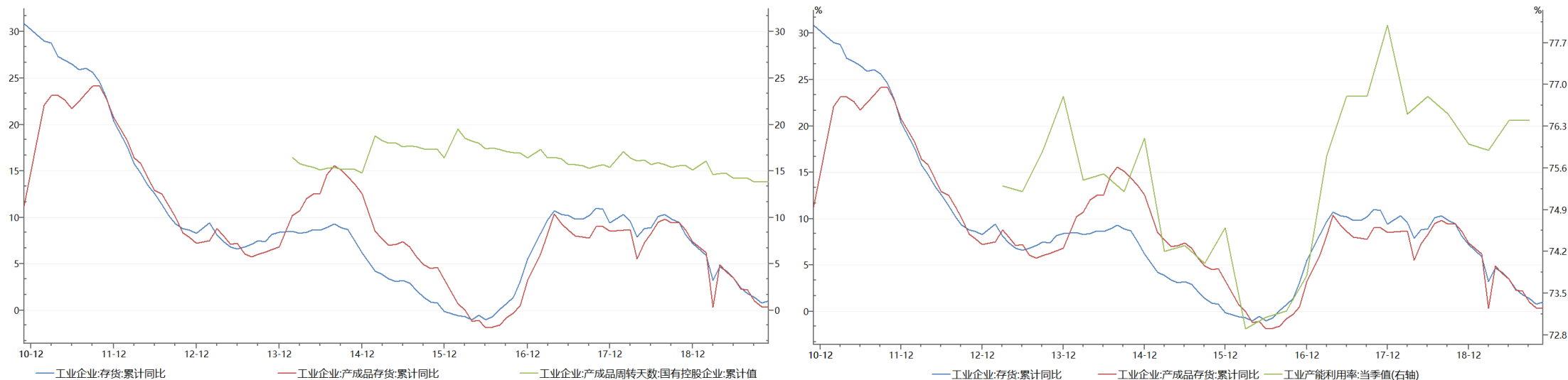
- **增速目标：**2020年GDP增速还是要保，但在第四次经济普查修订历史数据后，加上闰年多了1天的优势，2020年相对增长的压力可控。
- **积极的财政政策和稳健的货币政策：**财政政策有望看到赤字比例的进一步放开和专项债（不纳入赤字）规模的进一步扩大；货币政策继续中度宽松，央行希望能保持正常的利率水平，然而债务高企的现状倒逼货币的宽松，特别是降低实体企业融资成本需要首先降低银行负债成本。
- **社会政策（就业）、行业政策（新基建）、消费政策（家电和新能源汽车）**等继续推动，对不同行业形成利好。
- **房地产政策：**继续向新经济模式转换，房地产政策难以放松，住房不炒和因城施策继续实施，但部分财政压力较大的城市可能在因城施策的原则下放开，政府最怕的还是房价下跌而非上涨。
- **地方政府行为：**对政府的激励改革将是值得期待的利好（中央经济工作会议定调的2020年首要任务：坚定不移贯彻新发展理念）。
- **隐性债务问题：**稳中去杠杆政策将继续坚持，对地方政府隐性债务的化解可能继续通过时间换空间和部分债务置换的方式进行。
- **资管新规：**一定程度上放松，避免剧烈冲击（12月20日，银保监会表示会根据实际情况研究是否对相关政策进行小幅适度调整）

二、2020年宏观推演

2020年1季度，政策将提前发力，经济数据看好：

- 1、2019年1季度基数较高，从2017年以来，固定资产投资增速、工业增加值等的高点均在1季度出现，为实现开门红效应，1季度企业、银行、财政都会发力，2020年1季度的地方债相比2019年更进一步提前发行，同时央行提供流动性保证了融资的顺畅
- 2、保增长任务仍在，三大攻坚战顺序变更，脱贫的重要性前所未有，也意味着稳经济的任务更重，1季度打好基础才能更从容应对后来的波动。
- 3、2020年是闰年，2月将多出1天，闰年效应显著存在，有助于提升经济活力。从历史来看，中国从1992年以来的季度GDP增速平均值在闰年的第一季度为10.0%，高于所有季度的均值9.6%，以及非闰年第一季度的9.8%和闰年的第二/三/四季度的均值9.5%。按 $366/365-1=0.27\%$ 简单估算，闰年多出的1天可以提供0.2个百分点的GDP贡献。
- 4、通胀达到年内高点，推动名义GDP增速大幅回升。预计实际GDP增速6.0%，平减指数提升至3%左右，名义GDP增速达到9%。

二、2020年宏观推演



对库存周期的思考

工业库存增速持续下行，已经接近0，库存周转天数也接近历史低位，虽然库存的绝对值仍然创历史新高，但从经验统计看来有可能处于库存周期底部，目前基建产业链、竣工产业链和新能源产业链已经开始有补库存迹象，但从整体工业来看尚未全面启动补库存。

经过供给侧改革之后，无效产能退出，产能利用率维持高位，当补库存全面启动后，会进一步推动固定资产的扩大投资。

但我们也认为，库存周期实际上是个伪命题，目前尚无法得出周期已反转的结论：

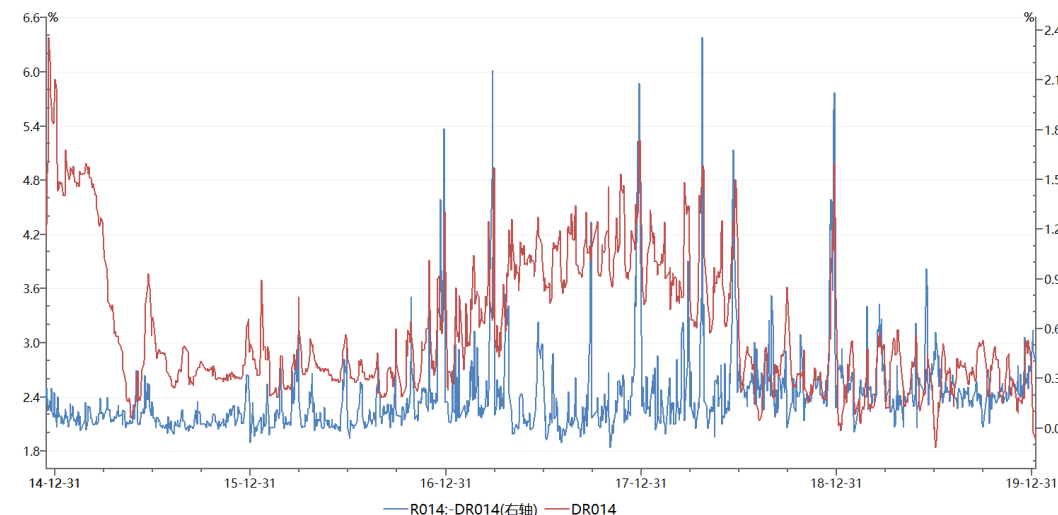
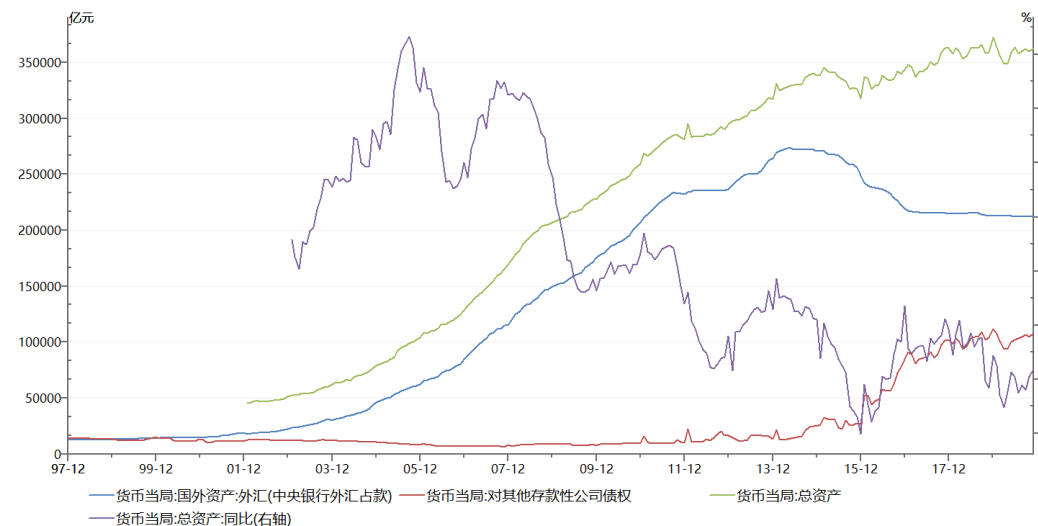
- 1、历史上统计的“库存周期”实际时间和上下点位差别差异很大，很说具有一个真实的“周期规律”
- 2、随着信息技术、管理水平、物流水平等的发展，库存管理效率应该持续提升，合意的库存水平本来就应该是逐步下降
- 3、补库存的核心推动力还是对未来需求的预期，可以以PPI或PMI作为领先指标，当预期需求上升足以带动库存周转率持续的提高或维持较好情况时，企业会自发的补库存，并形成上下游的正反馈，而目前对总需求的分析来看，消费、净出口和投资大幅超预期的可能性都不大，目前的上游动作仍然是在房地产高周转策略下赶开工的结果。

所以，所谓的库存周期，实质上仍然是关注需求何时可以回升。1季度发力将会带动短暂的补库存，但对于其持续性，我们认为需要继续关注。

三、2020年1季度市场展望

货币市场

- 从央行资产负债表的角度出发，稳健的货币政策意味着央行总资产的稳定，2019年11月央行总资产同比增长仅1.1%，低于2017年、2018年5.59%和2.63%的增速
- 从结构来看，2015年开始外汇占款大幅下行，基础货币的货币供给渠道从外汇占款（无成本）转向央行供给（高成本），人民银行对其他存款性公司债权开始大幅攀升（MLF\PSL\逆回购等），在2019年内部来看，5月和11月单月增长最多，分别对应包商事件后和年末的流动性投放，12月的总资产预计继续小幅增加。
- 央行货币政策操作的思路：**结构性流动性短缺货币政策操作框架**（孙国峰）\数量型向价格型的转变
- 以DR014衡量银行间流动性情况，R014-DR014衡量银行和非银之间的流动性传递情况，最近2年流动性冲击时点为2017年末（跨年）、2018年4月24日（降准落地央行回收流动性）、2018年6月22-25日（跨半年）和2018年末，而2019年全年资金面平稳，未出现单日资金极其紧张的时刻（除5月末包商事件导致了非银、专户的结构性紧张），主要源于央行的前瞻性资金投放
- 展望2020年，货币投放的渠道短期不会改变，货币的投放仍然看央行，在基本面孱弱的背景下，预计仍将保持宽松，但由于2020年同时也是资管新规过渡的最后一年，如过渡执行情况不利，不排除央行可能在某些时点再进行一次市场教育。



三、2020年1季度市场展望

利率市场

2020年利率中枢预计将继续下行，但整体仍处于区间震荡之中

1、主导思路：区间波动，上下限操作

2019年决定债券收益率区间盘整的主要因素之一是信用扩张缓慢的情况下，金融机构负债成本在政策定力之下并无明显下行。这一局面在2020年上半年仍有可能保持。操作上仍然是以短、平、快的思路为主。

下半年需要看房地产投资和基建能否做到良性互补。

2、趋势性的机会可能更偏好下收益率下行，反弹后买入

如果未来市场预期的库存低位补库存需求带动风险情绪改善，打高债券收益率，那么可作为一个建仓时机。整体上外围经济基本面同步走弱，国内金融机构负债成本较高的局面在2020年如果需求大幅不振的情况下也可能得到下移（风险点主要是地产需求的超预期下滑），体现为MLF利率的政策性下调，可为此仓位带来较为客观Beta收益。

3、年初主要矛盾点主要是货币政策提前布局，配合财政

一季度的财政集中发力，需要货币政策配合发债，逆周期操作的主要表现就是营造宽松的环境，支持地方债发行，降低发行成本。这一过程也将带动目前较为陡峭的收益率曲线出现收敛，并且带动整体收益率波动水平的下行。

4、关注银行负债成本的降低

可能措施包括降准、降息、资管新规打破刚兑等，当银行负债成本有效下降之后，利率中枢将跟随一起下行

向上突破需要信用大幅
复苏和通胀超预期

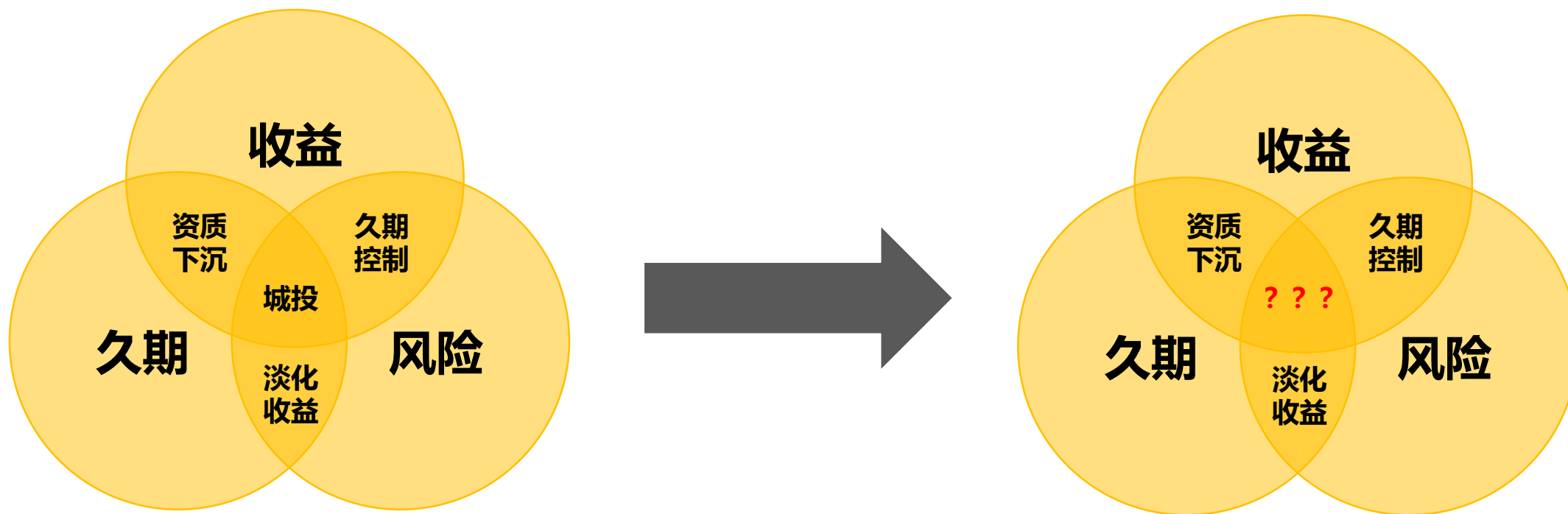
区间波动

向下突破需要基本面大
幅下行和货币政策的大
幅宽松并降低银行成本

三、2020年1季度市场展望

信用策略

1、从“既要又要还要”到“信用不可能三角”的转变



三、2020年1季度市场展望

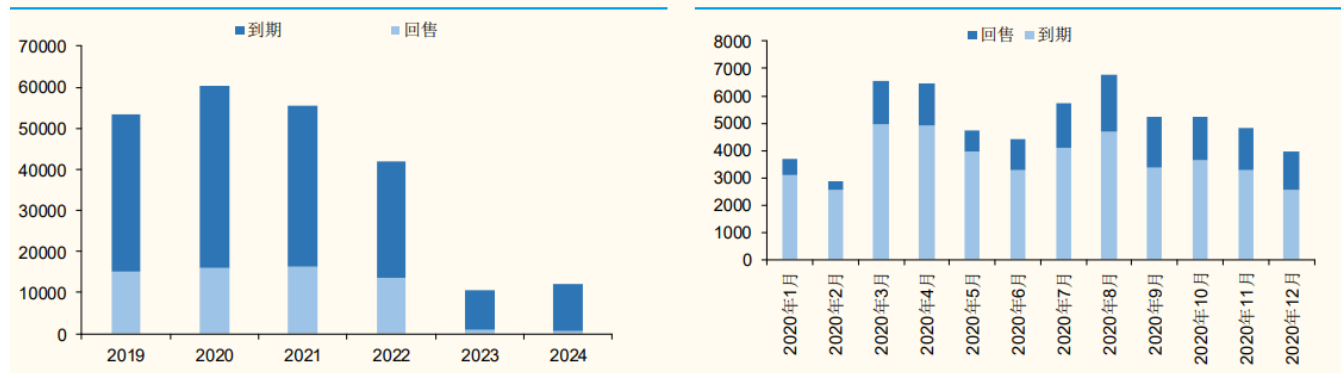
信用策略

2、短期防御为主，中等评级短久期

- 短期来看，我们认为高评级信用债收益率整体上仍将继续与无风险利率保持同向变动，但由于前期收益率已下行至历史低位区间，进一步下行空间有限，而上行弹性较大，从收益角度看仍缺乏性价比；而中低评级个券则受发行人基本面、局部信用事件冲击及等因素影响，收益率波动将更为剧烈，因此，在当下时点很难笼统的判断通过配置某一评级的个券能较好的获取稳定且可观的收益，需要精细择券。

3、中长期需关注的三大重点

- **宏观经济环境与政策变化。**从中长期来看，在维持债务规模不变的前提下，企业偿债能力的恢复需要依靠企业盈利的增长，宏观经济企稳是企业盈利能力回暖的重要前提；外部现金流的改善则来自于宽信用政策的推进及再融资环境的修复。
- **企业盈利情况与债务出清情况。**产业债方面，在结构性宽信用的背景下，部分资质尚可的民企发行人信用风险可以通过小微贷款、债转股等方式逐步化解；此外，在新一轮库存周期中，企业盈利与内生现金流若能得到持续改善，则存量债务压力亦能得到一定缓解。城投方面，从目前各地隐性债务化债方案出台和落地的情况来看，各区域行政等级较高的平台进一步获得了新一轮的“隐形担保”，叠加近期央行人士对优质平台兼并重组其他平台的论调，城投风险整体可控。但同时也需要意识到，低评级、弱资质企业和城投的退出与淘汰无可避免，因此如采用下沉评级的投资策略，更应对各发行主体的基本面谨慎甄别。
- **存量债务到期回售压力。**



三、2020年1季度市场展望

信用策略

4、风险尚未完全出清；但市场对违约的认知度和容忍度提升。违约常态化+后续处置市场化逐渐形成

- **信用风险仍将持续，信用分层难以收敛。**一方面，从数据上看，目前低评级未到期债券（高危债）存量规模1471亿元，加上部分已出险或有潜在风险但尚未调低评级的存量债务，信用风险远未出清；另一方面，经济下行压力仍在，企业内生现金流依然不足，同时在信用环境风险未能有实质性改善前，市场风险偏好难以实质性提升，局部性信用收缩导致再融资状况继续呈现结构分化。
- 但同时需要关注到，在经历18与19年后，市场对信用违约的敏感度正随着认知程度和容忍程度的不断提升逐渐弱化，信用刚兑的逐步打破必然伴随着**信用市场定价机制的不断完善、投资者理性程度的提升以及违约处置市场化的不断进步。**

5、宽信用政策传导至实体经济及资本市场仍需一定时间，重塑市场认知与信心是关键

- 房住不炒、不走老路的大基调必然决定本轮“宽货币”向“宽信用”再向资本市场的传导更为曲折，如何重塑市场对信用债，尤其是民企的信心是横在“宽货币”与“宽信用”之间的一大阻碍；加之收益率低位，信用债趋势性机会难有。
- 在信用风险常态化背景下，只要大基调不出现方向性转变，市场风险偏好就不支持盲目下沉评级或拉长久期，信仰投资也成为过去式；精耕细作成为未来信用投资的主流，有利于更新投资者对信用市场及信用风险的认知，不断促进各市场参与者在“风险”与“收益”的博弈中走向成熟。

三、2020年1季度市场展望

信用策略

6、高评级/短久期个券性价比降低，抱团配置并不一定能取暖

- 市场在经历2019年信用下沉、拉长久期等操作之后，当下高评级、短久期个券收益率及信用利差已处于历史低位区间，在负债刚性约束下，除非资金面出现长时间超预期宽松，否则已基本没有配置价值。
- 另一方面，各评级中存在部分发行主体（主要是城投及部分中等评级产业债）一二级收益率已基本被市场踏平，继续抱团配置非但无法获取超额收益，从中长期来看，反倒会因为部分发行人债务规模增加，且机构持仓集中度较高，产生潜在信用风险与估值波动风险。

7、中低评级大浪淘沙，部分个券价值提升，各行业/各区域龙头主体值得关注

- 在历经去杠杆和违约潮的洗礼之后，中低评级发行人中各行业、各区域的龙头主体以其稳健的经营能力及财务基本面得以幸存，市场认可度逐渐提升，尤其是部分发行人估值被市场错杀后尚未完全调整，配置价值凸显。
- **从大板块角度看：**城投债需结合地区经济环境、债务管控措施以及城投定位等因素进行选择，具体到个券则需仔细甄别，择券难度加大；**地产债**可以在中等资质的国企及优质民企中深入挖掘，选择融资结构合理、短期债务压力较小、运营能力较强的房企；**民企方面**，中高等级优质民企在本轮纾困政策中受益，可在综合考虑财务质量、经营能力的基础上配置集中度较高行业的龙头企业。

三、2020年1季度市场展望

信用策略 8、关于城投平台的思考——非标与隐性债务

从当前情况来看，地方政府隐性债务主要面临以下几个问题：

➤ 规模大

据Wind口径，目前，全国（除港澳台地区）**城投债券余额约9万亿元**；而除标准债券之外，各地城投体内还有规模庞大的租赁、信托等非标债务，总规模达**32万亿以上**。按标准与隐性债务余额加总计算地方政府债务，部分省及直辖市地方政府债务率已达400%-500%，庞大的隐性债务规模加剧了地方政府的债务压力。（基建、棚改、土地开发整理、交运等与政府关系紧密的平台隐性债务较多）

➤ 统计难

城投融资多集中在非标债务，而非标透明度较低导致数据统计困难，因此目前官方和市场的测算结果均无法完整地反映隐性债务的实际情况。另一方面，各地为了能多拿批复额度，在财政部隐性债务上报系统中上报时普遍多报，导致目前系统中上报规模及实际批复规模亦不能准确反映各地隐性债务的真实情况。

➤ 化解难

根据《财政部地方全口径债务清查统计填报说明》，目前地方政府隐性债务化解主要有**6大途径**：**（1）财政资金偿还（2）出让政府股权及经营性国有资产权益偿还（3）利用项目结转资金、经营收入偿还（4）将具有稳定现金流的债务合规转化为企业经营性债务（5）借新还旧或展期（6）破产重整或清算。**

上述途径中，最后一项是下下策，且各地出于政绩和地方政府声誉的考量，不会轻易使用；前两种方案涉及到地方财政，对于综合财力较弱的区域杯水车薪，无法从根源解决问题；而第（3）和第（4）种方式，都需要项目有现金流，这与绝大多数公益性项目的实际情况相悖，实操中亦缺乏广泛性。因此，短期来看，借新还旧和展期预计将成为主要途径，实际可用的化解手段相当有限，从目前各地国开行、商业银行参与的化债方案来看，也应证了当下只能通过时间换空间的手段，逐步化解隐性债务的想法。

另一方面，商业银行化债除了政策考量外，与政策性银行最大的不同是业务性的考量，底层资产质量、期限、额度、利率方面的选择会有所考虑，所以实际推行进度未必有想象中的快。

综上所述，在当前各地隐性债务压力犹存的情况下，财政要继续通过基建托底经济的想法将受到一定程度掣肘；一方面要增加基建项目，另一方面又严控地方政府隐性债务增量，再加上财权事权不匹配等问题，中央与地方财政的发力空间都将被压缩。

三、2020年1季度市场展望

信用策略 8、关于城投平台的思考——投资选择

- 基于信仰、化债落地、各地债务管理和偿债意识提升，以及不发生系统性风险底线等因素考虑，叠加经济下行周期和整体宽松充裕的资金面，整体而言城投依旧有配置价值。但需要注意的是，此前“兵团六师”技术性违约、弱区域城投非标违约、“呼经开”违约等事件也表明城投存在一定的尾部风险，**城投投资需结合地区经济环境、债务管控措施以及城投定位等因素进行选择。**

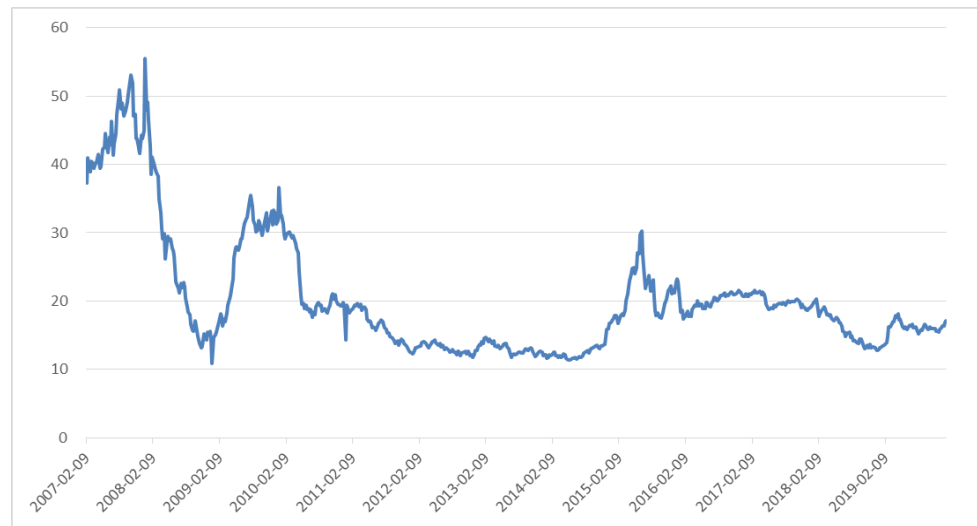
省级单位	区域	投资选择		
		禁止	1-2年内	3年及以上
北京、上海、广东 福建、浙江、江苏	其他区域		√	√
	江浙闽中债务负担较重的区县级次要平台	√	√	
山东、安徽、湖北 河南、陕西、河北 江西、重庆、四川	地级市及百强县头部平台		√	√
	地级市弱资质平台及其他区县级平台	√	√	
山西、天津、湖南 广西、青海、甘肃、宁夏	1500亿以上GDP地级市		√	√
	其他地级市及GDP在300-500亿以上区县	√	√	
	GDP在300-500亿以下的区县	√		
黑龙江、吉林、辽宁 内蒙古、云南、贵州、新疆	省级及省会市		√	√
	2000亿GDP以上地级市或其他区域主要平台	√	√	
	其他	√		

- 具体到个体则需仔细甄别，择券难度加大（高等级收益率已处地位，中低评级资质参差不齐）。从超额收益角度出发，区域筛选可通过各省各市城投信用利差判断，涉及到个券则需要仔细考量规模、地位、业务、债务等情况。相对具有性价比的区域：（1）债务存量较大且经济发展诉求大；（2）政府态度好，债务管理意识强（某些热点区域可能存在利差收益）。
- 好地方弱城投 VS 弱地方好城投？取决于资金风险偏好、组合久期/收益要求和各平台实际情况，但我们认为前者优于后者。
- 产投平台：关键是确认它和地方政府关系的紧密程度。两个维度，一是看是否具有政府背景，二是看是否承担了当地的招商引资职能。

三、2020年1季度市场展望

A股策略

- **宏观层面：**依然维持经济继续探底，货币提供托底的组合，受制于通胀，不会有持续放水带动市场。中美达成第一阶段协议短期将继续利多大盘，但后续变数依然较大。市场行情对利好作出反应后可忽略该项影响。
- **市场层面：**1月限售解禁规模达到6455亿，成为年内最大解禁单月，其中，定增解禁3360亿，同样为年内最大单月基金规模。虽然实际可坚持规模预计低于1000亿，但情绪方面预计将对市场带来负面影响。再融资征求意见稿的出台意味着后市融资节奏可能加快。
- **政策层面：**政策的改进为长期利好，《证券法》的修订以及其他各类吸引长期资金入市的政策，但短期需要资金的共振
- **北向资金：**在汇率维持平稳、A股整体股息率仍然维持较高水平的情况下，预计北向资金将继续流入
- 估值水平方面，12月底全部A股PE（TTM）为17.52倍，处于历史相对较低水平。
- 展望1季度，可阶段性忽视宏观层面因素。在市场阶段性反弹的背景下，市场解禁和再融资放松可能对市场带来压力，但向下空间有限，下跌将是建仓良机。



全A股PE值

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。



中国首家
银行金融市场领军人物
发起设立的公募基金

谢谢!



扫码抢先获得
蜂巢基金最新资讯

© 蜂巢基金管理有限公司 www.hexaamc.com

蜂巢基金管理有限公司

地址：上海市浦东新区竹林路101号陆家嘴基金大厦10楼

邮编：200 122

电话：021 – 6888 6277

网址：www.hexaamc.com

投资美好生活

