

蜂巢基金管理有限公司

Hexa Asset Management Co., Ltd.

2020年3季度投资展望



2020年7月



一、2020年上半年回顾

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	2020年上半年
沪深300	-12.51%	-25.01%	7.55%	-7.65%	51.66%	5.58%	-11.28%	21.78%	-25.31%	36.07%	1.64%
中小板	21.26%	-37.09%	-1.38%	17.54%	9.67%	53.70%	-22.89%	16.73%	-37.75%	41.03%	20.85%
创业板	13.77%	-35.88%	-2.14%	82.73%	12.83%	84.41%	-27.71%	-10.67%	-28.65%	43.79%	35.60%
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%	2.35%
国开财富	2.45%	4.75%	2.13%	-1.20%	11.54%	7.34%	0.87%	-0.41%	9.71%	4.34%	2.48%
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%	2.42%
商品指数	12.04%	-16.96%	4.22%	-12.37%	-16.54%	-14.52%	51.34%	7.85%	-5.83%	15.58%	-7.35%
沪金	24.87%	3.36%	6.50%	-29.64%	0.94%	-6.46%	20.07%	2.35%	3.55%	20.51%	15.57%
布油 (美元)	20.72%	12.79%	3.97%	-0.28%	-47.46%	-35.29%	50.84%	17.69%	-19.55%	22.68%	-37.47%
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%	-1.55%
标普500指数	12.78%	0.00%	13.41%	29.60%	11.39%	-0.73%	9.54%	19.42%	-6.24%	28.88%	-4.04%

数据来源: wind

- 2020年上半年，疫情和各国应对疫情采取的大幅货币宽松政策成为了大类资产收益的主要影响因素。
- 流动性推动价格上涨是主要基调，但在此之上，不同资产的表现还有各自的原因。
- 股票受益于流动宽松带来的估值提升，并且我国率先实现复工复产，资本市场持续改革推动市场活力，表现优于美股。
- 人民币债券受益于宽松的资金价格、基本面增速下行预期、低通胀的环境。
- 商品价格随需求萎缩而下跌，但疫情造成供给的收缩却反过来又推动了商品价格的上行。
- 黄金价格受益于全球放水，具有持续上涨的动力，不过短期已经到达压力位。

一、2020年上半年回顾

A股市场

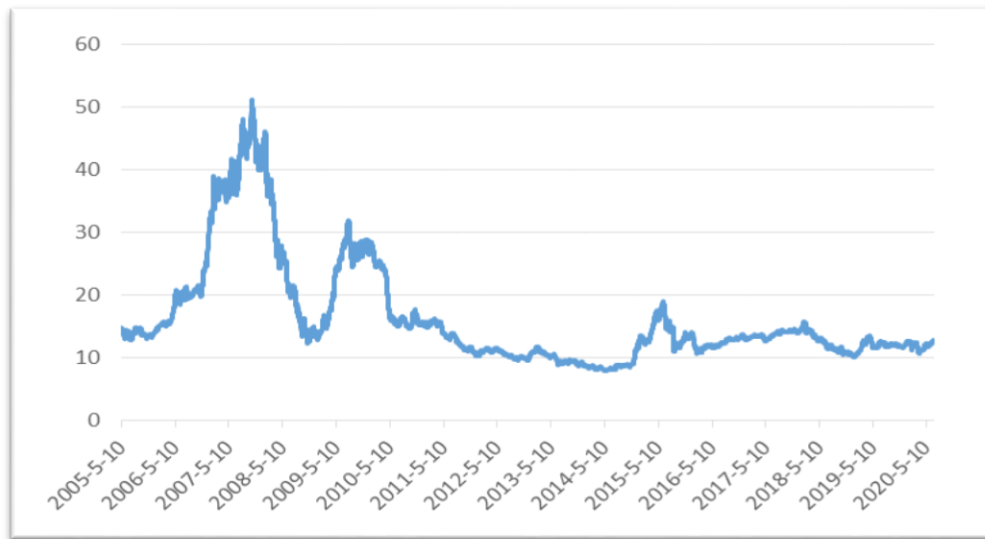
上半年，全球主要指数表现中，A股普遍较佳。其中，创业板指以涨幅32.5%位列第一，深成指、沪深300指数、上证指数位列全球主要指数涨幅前五。这或主要得益于：1是指数本就处于低位，2是宽松的货币政策推动估值提升，3是对疫情快速有效的进行防控和全球率先实现的复工复产，4是持续的资本市场优化改革。

板块方面，医药行业作为最受益疫情的行业，以36.81%的涨幅傲居全市场，并且也是唯一一个涨幅超过创业板的行业。

除医药板块以外，上半年，电子、食品饮料、计算机、电气设备四大行业涨幅居前，涨幅分别是22.06%、21.58%、19.74%、17.12%，而采掘、银行、非银金融、交通运输、房地产五大行业跌幅居前。其中，医药生物上半年各月均保持正增长，电子板块波动较大，传媒板块后来居上。从各月表现来看，6月份各行业普遍出现上涨，而3月份各行业普遍出现下跌。



沪深300溢价指数



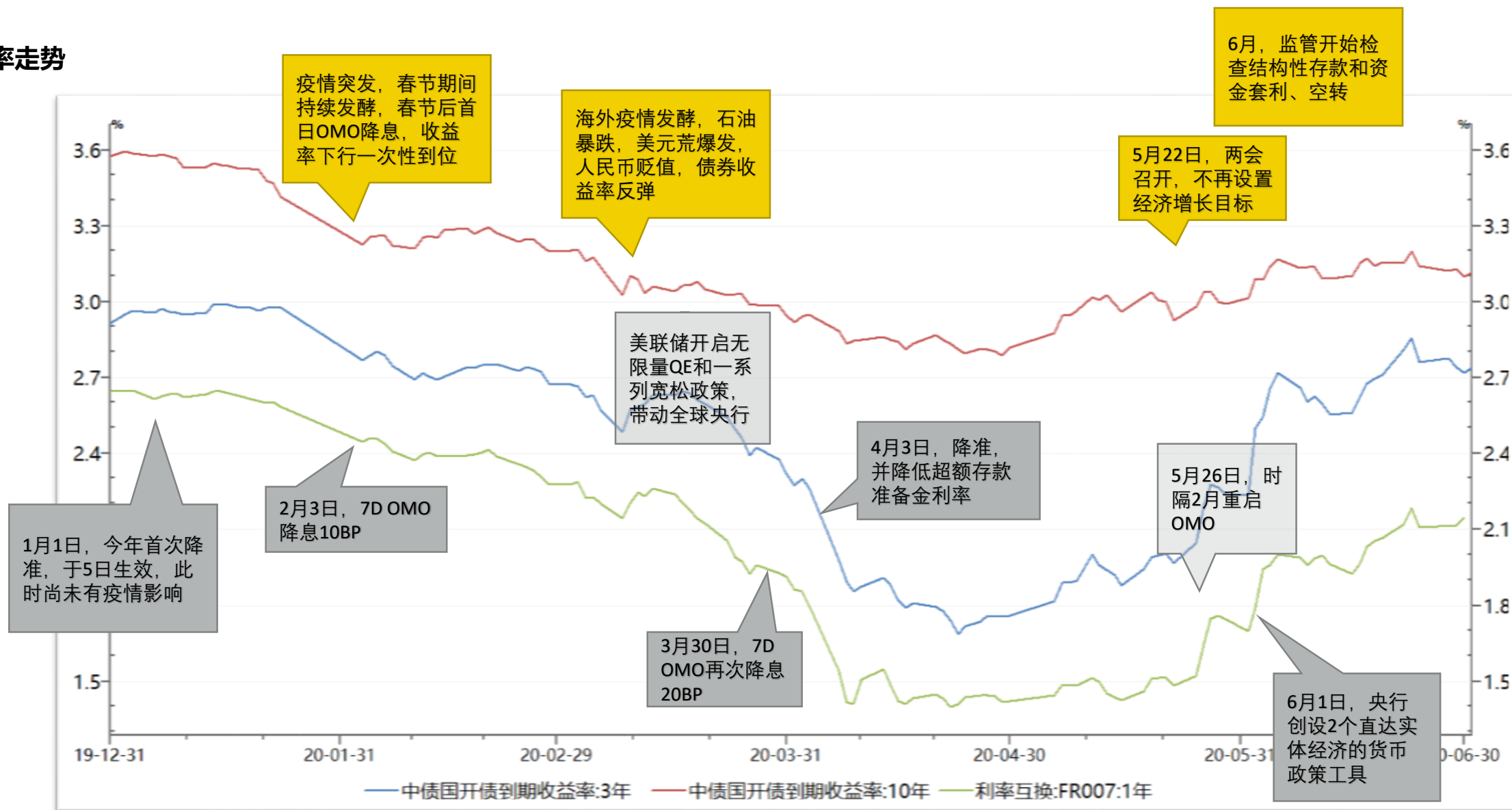
沪深300指数PE值

一、2020年上半年回顾

重要宏观事件

货币政策

利率走势



一、2020年上半年回顾

信用债市场

上半年，受益于宽信用的政策和资金环境，信用债发行量和净融资额都创历史记录，右图为排除了金融业的其他信用债（含资产支持证券）统计图，上半年发行7.43万亿，净融资额3.23万亿，净融资额接近2019年全年的3.26万亿，大幅超越2018年的2.38万亿。信用债收益率也跟随无风险利率持续下行，并在2季度转为震荡。

上半年信用市场有如下新特点：

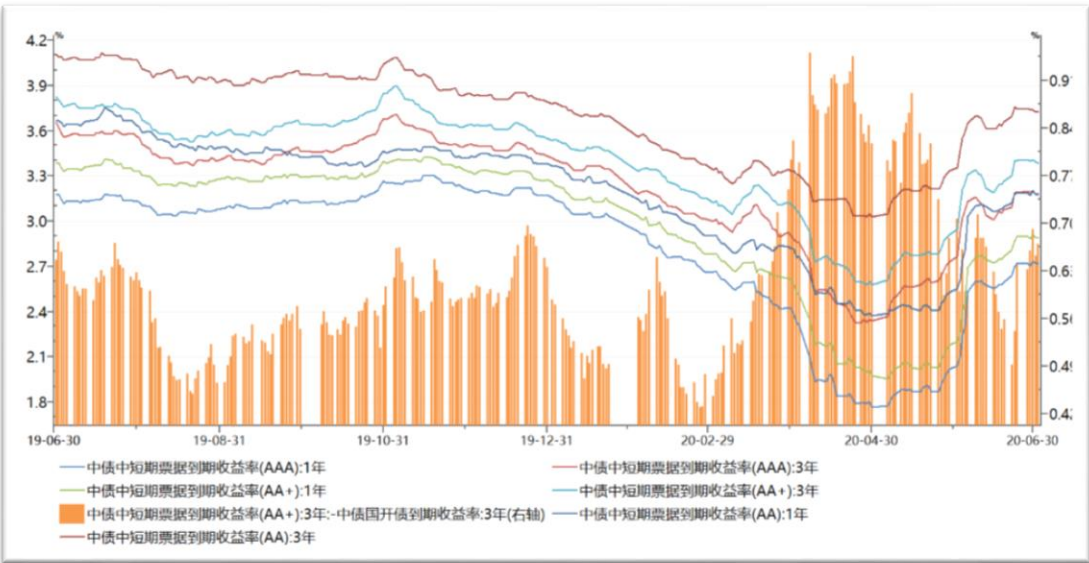
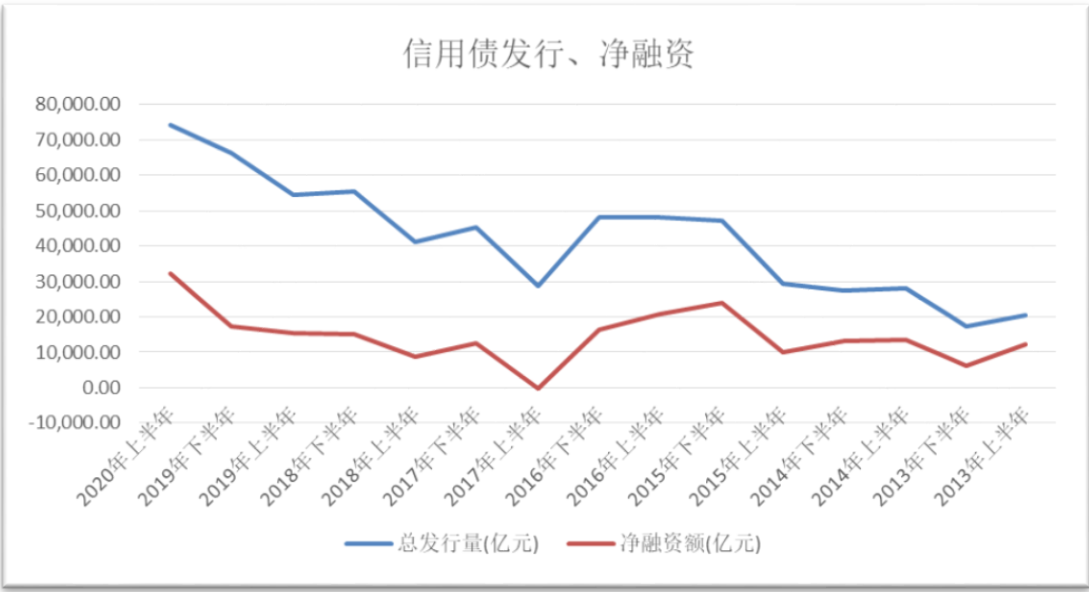
违约继续：在宽信用政策大幅改善企业融资环境的同时，2020年上半年的信用风险暴露却仍然不小，上半年新增11个违约主体，高于2019年同期的10个。

结构化行情：期限利差、等级利差居高不下，也显示了信用分化持续加剧的情况。

债务短期化：短债发行比例持续提升。

明斯基时刻：债券募集用途中用于偿还旧债的比例越来越高。

城投债信仰仍然坚定：至少公募债券信仰坚定。



数据来源：Wind

二、2020年3季度展望

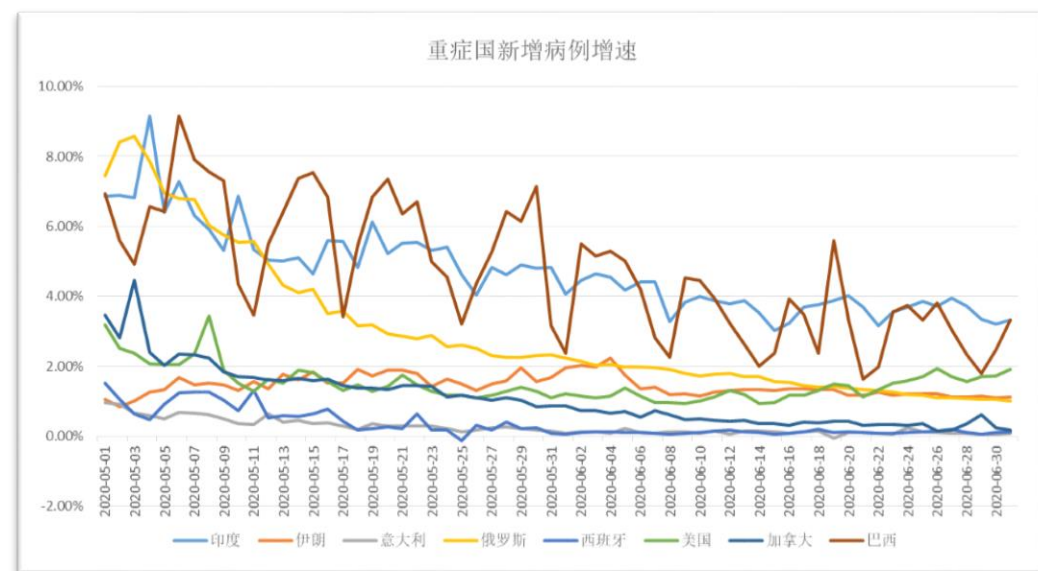
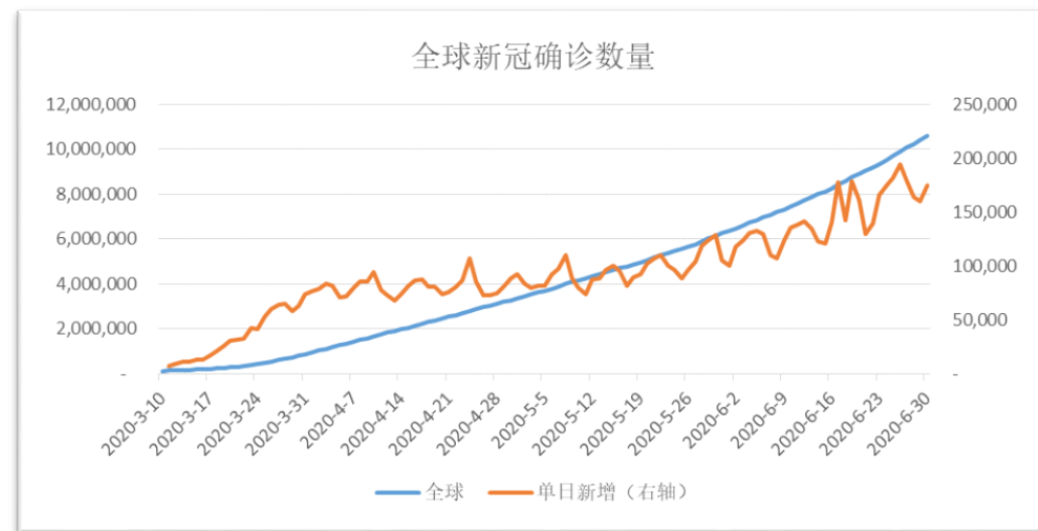
疫情仍然是最大的不确定性

截至2020年6月末，全球新冠确诊数量仍然在快速增长，拐点远远未到。而且美国、巴西等国家的增速也仍然处于较高位置。

疫苗的研发，仍然还有很多不确定性。甚至有论文认为疫苗的有效期可能还短于病毒的变异期，导致疫苗实际上无效。

参考西班牙流感等全球大流行性病例，二次冲击（如有）所产生的感染人数和危害还将远远高于首次爆发。

不过，如果没有二次爆发，则即使感染仍然高增，但由于各国和人民已经逐步习惯在疫情下生活，且医疗资源也日渐充足，**疫情对于经济和资本市场的边际影响将持续减弱**，最终可能实现人和病毒的共存状态，届时经济生活的状态可能与现状相比会有重大改变，以体育、旅游、现场表演等为代表的许多聚众型行业的供需也可能产生巨大变化，并反过来大幅推动线上业务的需求和发展，演化可能持续很长时间，目前尚难以定论。



二、2020年3季度展望

全球主要经济体资产负债表衰退风险仍然比较大。美国2008年金融危机后已略显资产负债表衰退迹象，本次疫情后恐加深；欧洲各国财政刺激力度大，政府承接信用扩张，但后疫情时代非金融企业部门资产负债表衰退风险加剧。大幅宽松的货币政策只能提供债务资金，缓解现金流压力，而疫情带来的收入损失，导致被动提升资产负债率，除非金融市场持续上涨，通过资产增值打平收入减少。

中国经济下半年逐季度、环比、内生性改善，经济U型复苏，全年或在3%左右增速。供给领先需求，房地产、基建形成支撑，消费内生性修复重返常态，外需冲击延后，幅度有所弱化。

政策由疫情非常态逐步回归，宽货币加速向宽信用转变。通胀已非政策重要考量因素，CPI逐月降低，翘尾因素将11月归零；PPI二季度有望触底；持续降准空间已不大，降息空间受到房地产和银行存款成本制约；财政属中等规模，目标是托底而非刺激，最大口径在12.3万亿-13.8万亿；“房住不炒”基调下，地方层面松动空间增大。

房地产投资：当前经济基本面稳步复苏，地产销售及资金周转情况向好，房企拿地热情回升，对于房地产投资数据的修复形成利好。政策层面，“房住不炒”的原则没有改变，户籍制度、土地出让、预售资金监管等方面可能因城施策局部放松，地产行业在稳定国民经济中仍起到压舱石的作用。

基建投资：下半年基建将会继续呈现两位数增长。项目储备和资金储备都非常充足，各省重大项目总计划投资金额超过47 万亿，其中计划今年完成的投资额超过10 万亿，1万亿抗疫特别国债在6月启动分批发行，减轻地方财政负担，新增3.75万亿专项债提供地方支持资金，并配套去年下半年出台的降低资本金要求的措施，进一步提升乘数效应。

消费：消费回暖提速。汽车消费当月同比增速转正，小长假和618等拉动旅游消费增长，一季度被抑制的消费需求在二季度复工复产后得到释放。不过，部分餐饮、酒店、旅游等消费因为疫情丢失的深坑难以很快弥补，而且疫情对居民资产负债表也有所损害，在疫情进展和收入预期不明朗的条件下，我们认为消费有望继续回复，但整体增速较难超过19年同期，预计3季度消费同比增速在3-6%之间。

净出口：外需相较于内需更加疲软。国内疫情防控常态化和复工复产早于海外，医疗物资出口和供给替代支撑了二季度外贸订单；海外供给能力受疫情影响减弱，导致进口修复乏力。预计三季度，供给影响减弱、需求冲击显现时，净出口将承受下行压力。

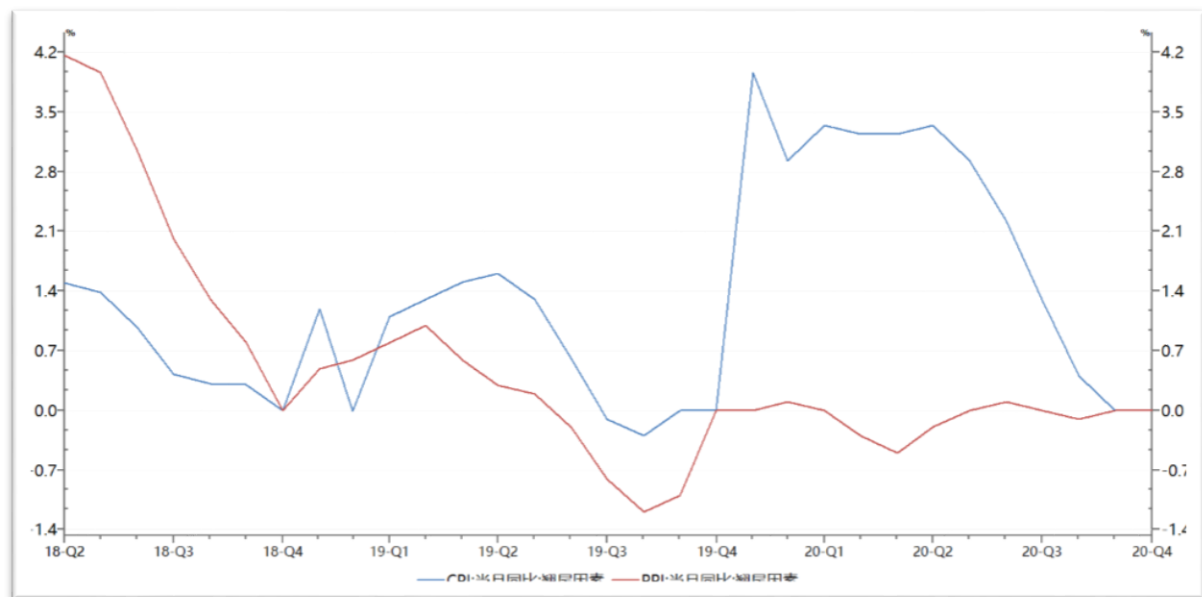
二、2020年3季度展望

通胀形势

CPI: 3-5月CPI同比增速分别为4.3%、3.3%和2.4%，疫情带来的需求收缩占主导效应，供给比需求更快恢复，压制主要的食品项，而剔除了食品和能源的核心CPI较为平稳。猪瘟影响受到控制，生猪供应加速恢复，叠加今年比往年更早进入夏季，猪肉、鲜菜、蛋类价格环比大跌。随着疫情控制取得成效、非洲猪瘟疫苗的研发和下半年猪周期进入下行阶段，环比涨幅可控，叠加去年高基数的影响，翘尾因素减弱，CPI年内预计前高后低，3季度通胀压力可控。

PPI: 3-5月PPI同比增速分别为-1.5%、-3.1%和-3.7%。PPI环比增速和高频数据出现一定背离，可能是上中下游价格传导不畅导致，5月国际原油价格超跌之后大幅反弹，国内成品油及相关产业链产成品价格调整存在时滞。预计PPI在5、6月份完成筑底，去年PPI基数较低，翘尾在0附近，三季度工业品价格反弹可期，但仍需警惕全球范围内疫情二次爆发的风险。

整体上看，2020年二季度CPI中枢因猪肉涨价因素的消退而逐月回落至2%左右的温和上涨区间，PPI受终端需求修复利好影响触底回升，结合CPI和PPI，**预计2020年三季度的通胀可控，不会对货币政策形成掣肘。**

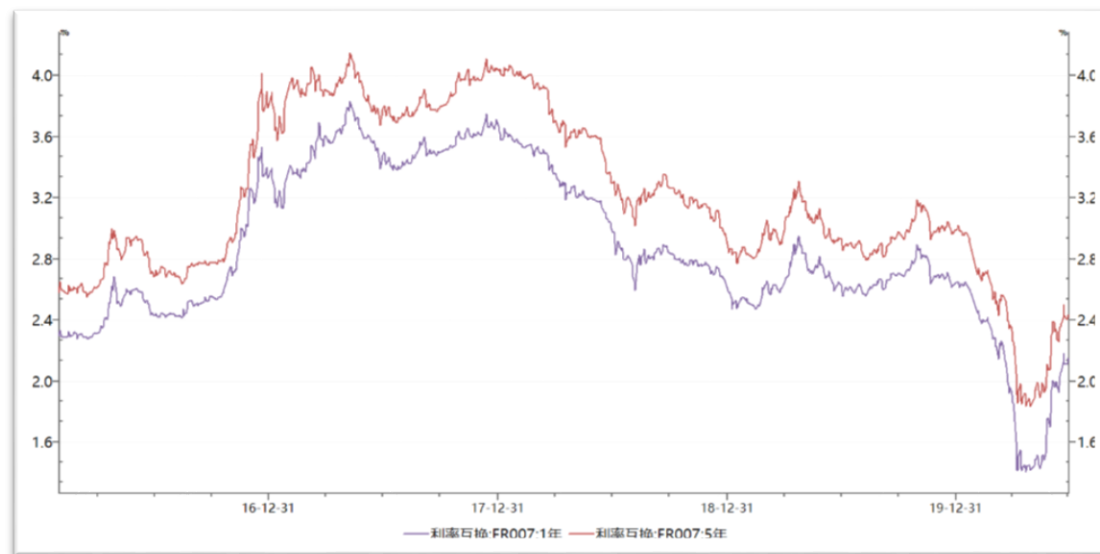
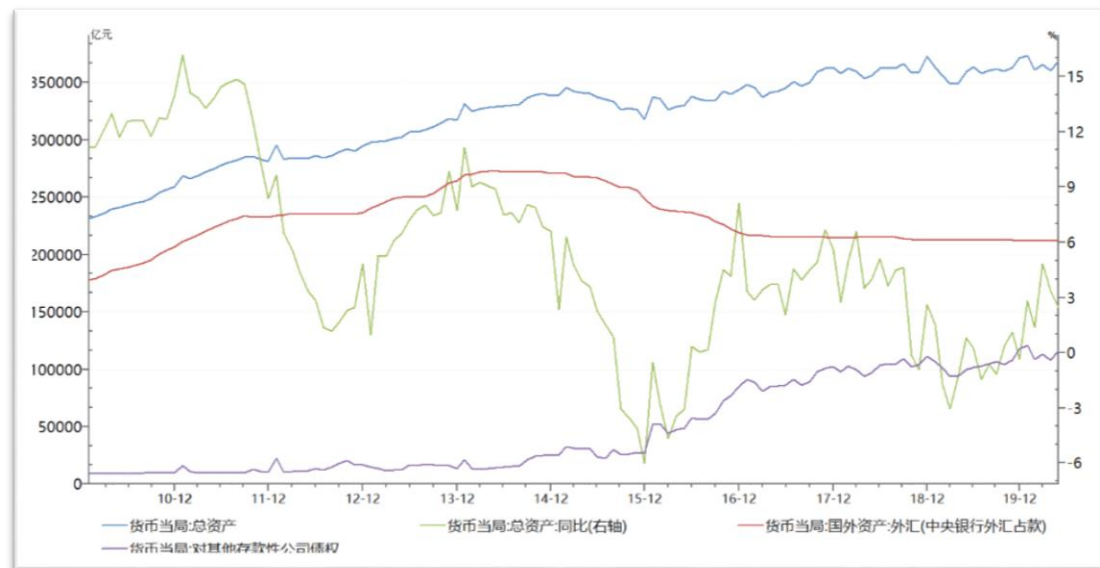


二、2020年3季度市场展望

货币市场

2020年上半年，外汇占款较为稳定，**基础货币仍然依靠央行投放**，除OMO之外，再贷款和再贴现也提供了一部分基础货币，但也被大量地方债和国债发行所回收。货币政策方面，央行前后释放的货币政策信号较为混乱，市场预期出现较大分歧。利率债发行放量，抗疫特别国债市场化发行对债市形成供给冲击；央行近期对于货币政策的释放的信号不够明朗，两会定调“稳健的货币政策要更加灵活适度”，政治局会议和国常会对于降准也有所提及，而央行暂停下调“OMO-MLF-LPR”利率以及陆家嘴论坛上的偏鹰派发言使得市场预期较为混乱。

从央行的实际操作来看，MLF缩量续作且未下调利率，取而代之的是通过重启逆回购操作来熨平流动性波动，同时在抗疫特别国债市场化发行和利率债放量发行的同时，市场降准预期一再落空，监管层面要求打击资金空转套利、防范金融风险，可见货币政策在基本面向好的状况下已相机抉择由宽松向稳健平衡过渡。2020年三季度，除非疫情出现反复或中美关系严重紧张，否则**超预期的货币宽松预计难以重现**，货币政策边际收敛但不至于转向，稳健平衡大概率成为常态，资金中枢在合理区间内波动。



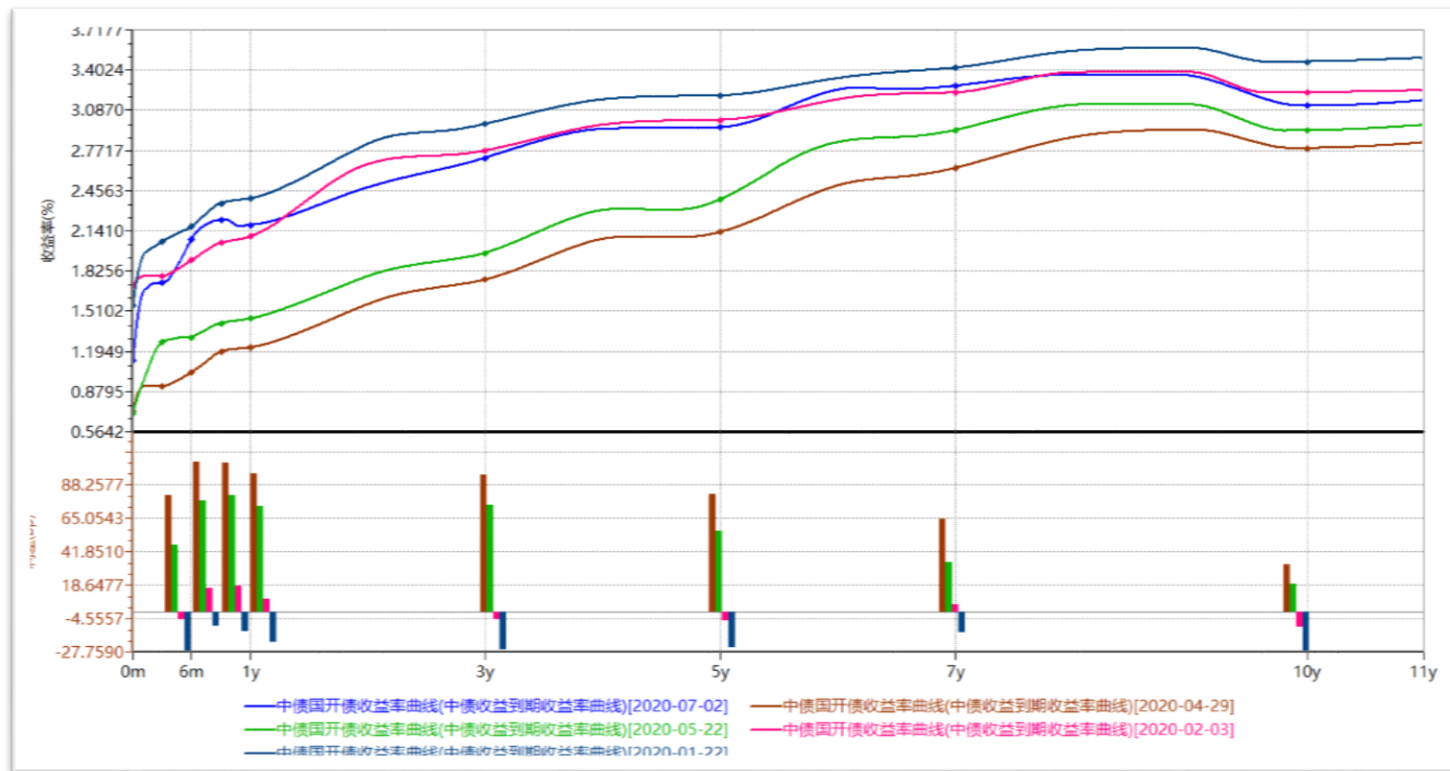
三、2020年3季度市场策略

利率市场

利率债收益率在经过5-6月的大幅反弹后，已有一定安全边际，三季度在市场对货币政策的预期稳定后，有着不错的交易机会。

1、货币政策退出“危机”模式，总量政策维持适度，结构政策继续发力

二季度随着国内复工复产逐步到位，以及逆周期政策的有效对冲，供给端和需求端都出现明显回升，各类经济指标出现边际改善。央行在此情况下暂缓了总量政策的进一步使用，转而通过创新型的货币政策工具，对实体融资需求进行“滴灌”。在此情况下，货币市场利率出现了明显反弹，带动债券收益率出现向上调整。我们认为在经济基本面逐步改善的情况下，央行为保留政策空间，同时防止资金空转，适度收紧流动性，与“六保”和“六稳”的目标并不矛盾。目前的经济仅仅是企稳，而近期海外疫情的二次爆发也给下半年的复苏带来不确定性，在此情况下，货币政策没有转向的基础。根据国常会及近期央行货币政策委员会例会传达的信息，下半年流动性仍将维持合理充裕，货币政策只是退出了“危机模式”，宽松的基调未变。债券收益率经过5-6月的反弹，估值已回到合理区间，并有一定安全边际。



收益率已经大部分反弹到接近甚至超过2月3日收盘的水平，然而基本面的坑还未平复，资金价格也仍然处于相对低位，大量供给导致的超调给与了债券安全边际

三、2020年3季度市场策略

利率市场

2、一级供给压力下，配置盘的承接能力或将影响三季度利率中枢

不可否认，短期内利率债的巨量供给会对收益率造成冲击，5-6月利率债供给创出新高，叠加货币政策边际收紧，一级市场的发行利率经常出现高于二级的情况，由此也带动二级价格走低。展望三季度，特别国债剩余7100亿将在7月发完，主要为10年期，而地方债今年的发行期限也明显拉长，长端利率供给依旧压力较大。银行配置盘能否承接住取决于银行负债规模及配债偏好。在近期央行大力压缩银行结构化存款的情况下，银行扩表速度将受到影响，另一方面，配置盘是否会根据发债计划改变配置节奏，也需要密切关注。目前交易盘（包括产品户）杠杆已较4月大幅下降，但短期内大幅加杠杆的冲动也被打消，三季度一级利率的供给将主要由银行配置户承接，这或将影响短期利率中枢。

3、关注经济内生需求的复苏力度

二季度基本面数据触底反弹，但主要拉动项依旧是地产及基建，企业设备投资支出同比仍旧恢复较慢，库存则保持高位，经济内生动力不强。而下半年在地方债及特别国债发行高峰过后，财政刺激力度预计将有所减弱，届时内生需求能否继续推动经济复苏有较大不确定性。另一方面，在疫苗研制成功前，疫情在国内外均会出现反复，甚至二次爆发，海外复产复工若出现变化，则对出口的影响将持续更长时间。市场对基本面产生的预期差可能会改变目前债券较弱的交易趋势。

三、2020年3季度市场策略

信用市场

整体上，疫情对大部分行业产生了不利影响，削弱了行业的收入和经营性现金流，信用资质一定程度上下行，但宽松的信用环境通过筹资性现金流和降低新增负债成本予以对冲，如后续基本面反弹，则对应行业的经营将有所恢复。

1、资管新规过渡期对信用债融资的影响

资管新规过渡期截至2020年底，过渡期是否延期尚待明确。理财资金是信用债购买主力，但发行成本和投资已经倒挂，理财成本是信用债收益率下行的压力点。另一方面，资管新规过渡期在今年底，如果过渡期不再延后，银行理财产品整改压力较大，从而进一步影响信用债的融资规模。

2、信用债的短期融资趋势

2018年以来融资期限主要是1-3年期与半年期为主，而上半年，债券期限半年以内的供给量进一步增多，一方面是发行人希望压低成本，另一方面是投资人对中长端信用债的认可度降低，其中有流动性的问题，但更多是基于信用风险的考虑。

负债短端化，降低了企业的债务稳定性。在危机时宽信用阶段仍然只能依靠短期债务融资的企业，一旦经济复苏，央行为抑制泡沫或套利等行为收紧信用时，这些企业是否还能继续融资，需要谨慎对待，而这也是信用债期限利差维持高位的原因之一。

3、结构性存款的压缩，背后是中小银行的负债压力和扩表限制

一方面，信用债收益率跟随利率债的步骤快速下行，另一方面，银行存款的稀缺导致结构性存款的收益率一直居高不下，从而产生套利空间，损伤的是中小银行的利润。但随着结构性存款的监管趋严，中小银行吸收存款的压力更大，进一步可能导致普通存款的不足，影响中小银行进一步扩表的能力，限制了进一步宽信用的能力。

三、2020年3季度市场策略

信用市场

票息为王

随着疫情的不断好转，实体企业经营情况得到改善，资金面的边际收紧导致利率债收益回吐，由于信用债有较高的票面保护，调整速度和幅度均小于利率债。因此，信用下沉策略成为主流，可关注短久期高票息信用品种，如低评级短久期城投债、高评级短久期龙头产业债以及个别高票息地产债。

控制久期

在整体居民和企业资产负债率已经处于高位的情况下，疫情造成了负债的再一次增加。宽松的信用环境维持了企业的融资性现金流。但如未来“危机模式”的政策退出，资质较低的企业再融资难度可能突然加大，不建议拉长久期。如资管新规确定不延长，对长久期信用债也可能成为利空。

适度杠杆

货币政策虽然有所收敛，但仍然需要维持较长期限的宽松以支持经济的复苏，银行融资7D可以按照OMO作为上限，非银融资则在此基础上加点，对于短久期债券，杠杆策略仍然能够提供适当的信用利差。

三、2020年3季度市场策略

权益市场

3季度，权益市场将呈现总体向上的态势

尽管基本面绝对水平同比较低，但随着国内外的复工，将呈现环比持续向上改善态势，货币无论边际如何扰动，总体呈现宽松状态，以便为经济提供支撑。即，**宏观面上是经济复苏叠加货币宽松，有利于股市向上**。同时，稳步上涨的市场也有利于直接融资的推进，**符合监管的推动目标**，所以政策面上会继续呵护，并推动资本市场的改革，包括结构改革、改善市场信息披露、完善投资者保护等。

疫情方面，美国的二次爆发已在路上，以后其他欧洲国家预计也很有可能出现类似局面，但这些经济体出于经济考量，应该不会再度采取封城的措施，如果确实如此，那么对市场影响不大。中美方面，小摩擦一定是不断的，但就美国采取的对香港的措施来看，中美现阶段不会爆发全面的摩擦，因此对市场而言，小利空不断，但已被充分预期，后续的变数留给年底贸易战第二阶段再做判断。

综上所述，判断目前市场整体处于向上趋势，可以提高对小波动的容忍度，抓住大波段机会。需要观察对相关因素判断是否有偏差，做及时修正。

两个重要假设前提

疫情不发生二次爆发导致再次封城

中美不发生全面摩擦导致剧烈冲突

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

