

# 蜂巢基金管理有限公司

Hexa Asset Management Co.,Ltd.

## 2021年1季度投资展望



2021年1月

仅供机构间培训交流适用，请勿外传



# 一、2020年回顾

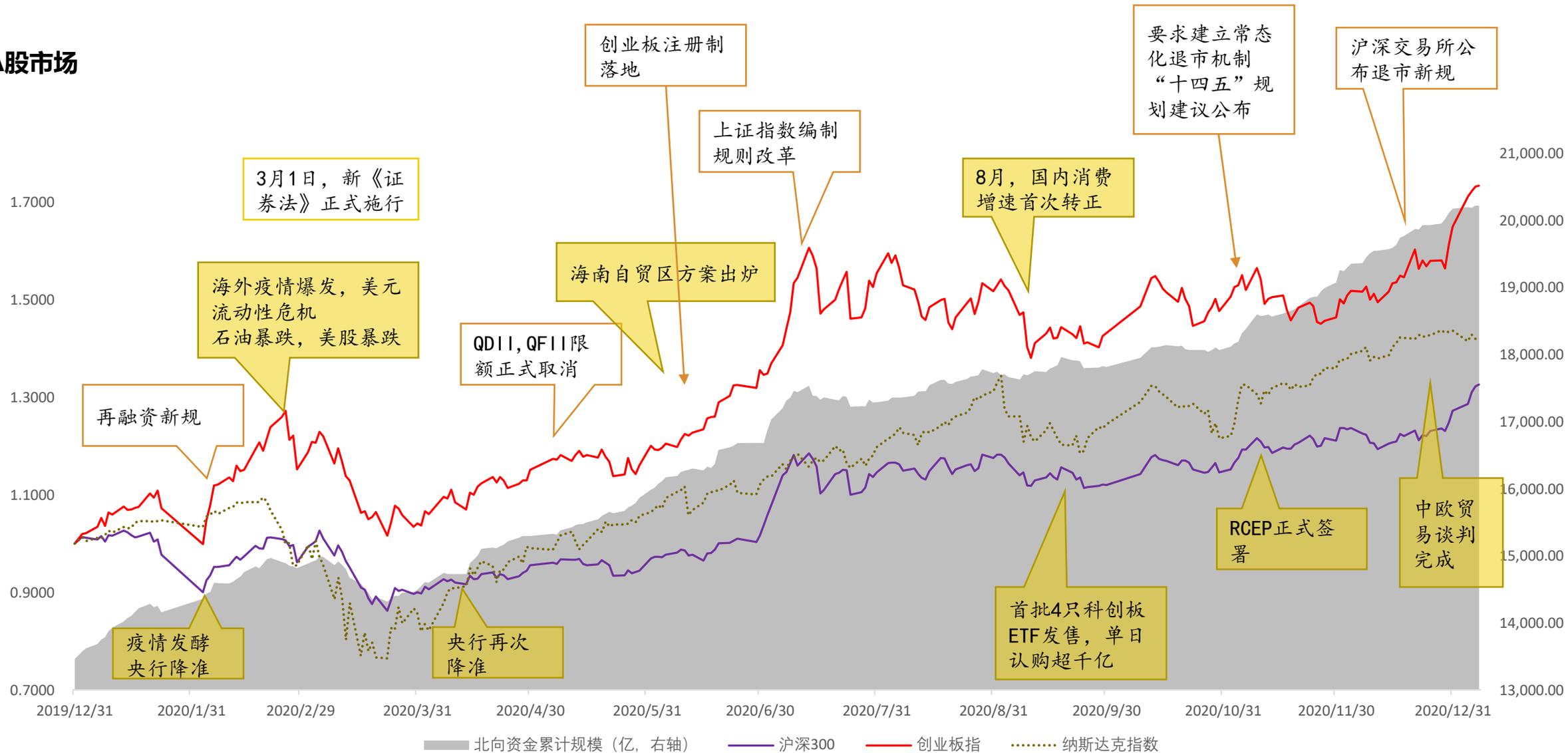
## 2010年以来大类资产收益率

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
沪深300	-12.51%	-25.01%	7.55%	-7.65%	51.66%	5.58%	-11.28%	21.78%	-25.31%	36.07%	27.21%
中小板	21.26%	-37.09%	-1.38%	17.54%	9.67%	53.70%	-22.89%	16.73%	-37.75%	41.03%	43.91%
创业板	13.77%	-35.88%	-2.14%	82.73%	12.83%	84.41%	-27.71%	-10.67%	-28.65%	43.79%	64.96%
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%	2.98%
国开财富	2.45%	4.75%	2.13%	-1.20%	11.54%	7.34%	0.87%	-0.41%	9.71%	4.34%	3.30%
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%	3.98%
商品指数	12.04%	-16.96%	4.22%	-12.37%	-16.54%	-14.52%	51.34%	7.85%	-5.83%	15.58%	7.41%
沪金	24.87%	3.36%	6.50%	-29.64%	0.94%	-6.46%	20.07%	2.35%	3.55%	20.51%	14.50%
布油 (美元)	20.72%	12.79%	3.97%	-0.28%	-47.46%	-35.29%	50.84%	17.69%	-19.55%	22.68%	-21.67%
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%	6.12%

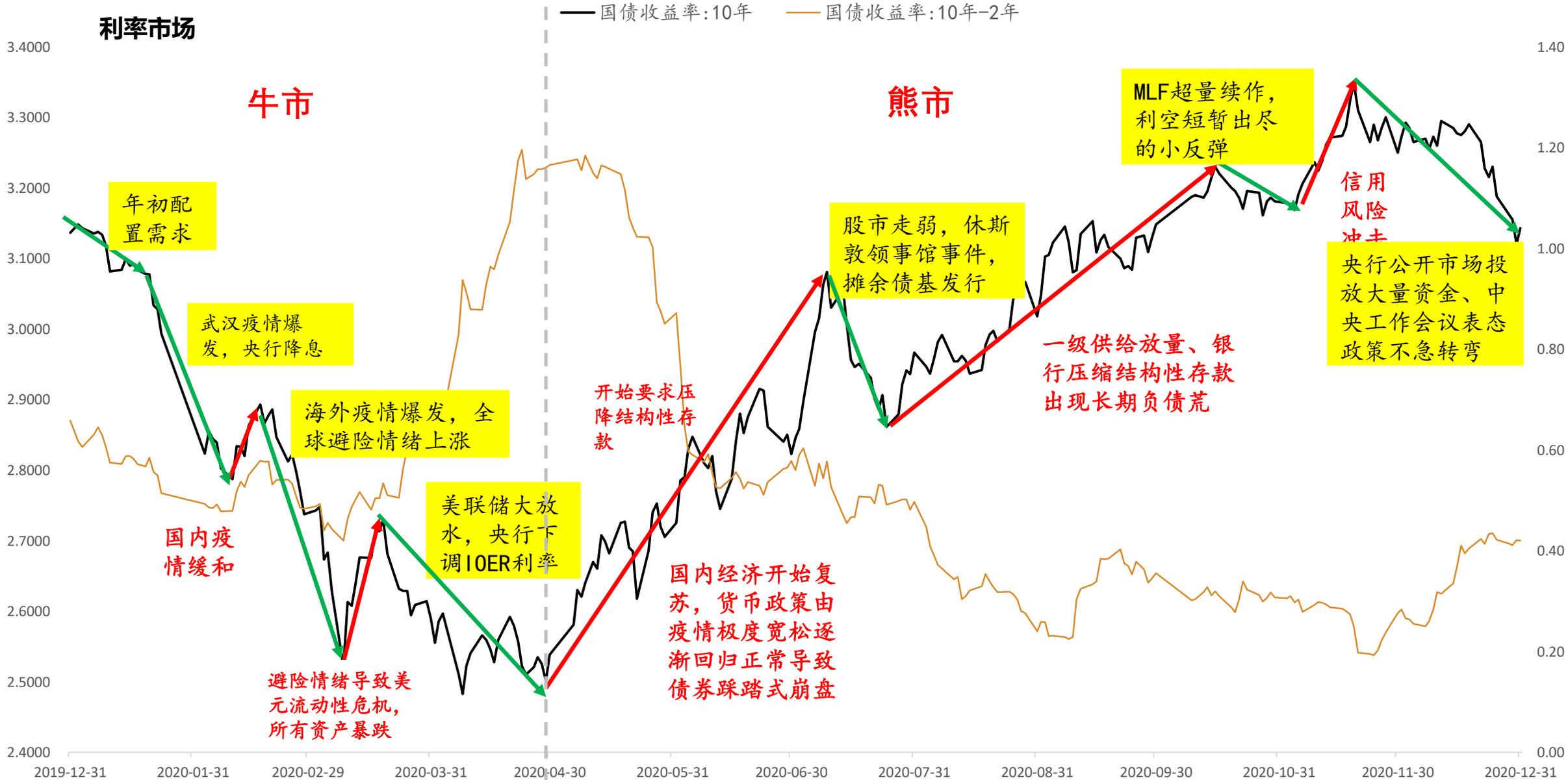
- 2020年的**核心逻辑是疫情**，疫情和各国应对疫情采取的政策推动和退出成为了大类资产收益的主要影响因素。
- **流动性推动价格上涨是主要基调**，但在此之上，不同资产的表现还有各自的原因。
- 股票受益于流动宽松带来的估值提升，并且我国率先实现复工复产，资本市场持续改革推动市场活力，创纪录权益性基金的发行也带动了新增资金流入市场，表现大幅优于美股。
- 人民币债券经历了“V”型走势，收益率先下后上，对应货币政策的大幅度宽松然后边际收紧。
- 商品价格同样走大“V”，前期随需求萎缩而下跌，后期需求恢复叠加供给收缩带动价格大幅上行。
- 黄金价格受益于全球放水，具有持续上涨的动力，不过短期已经到达压力位。

# 一、2020年回顾

## A股市场



# 一、2020年回顾



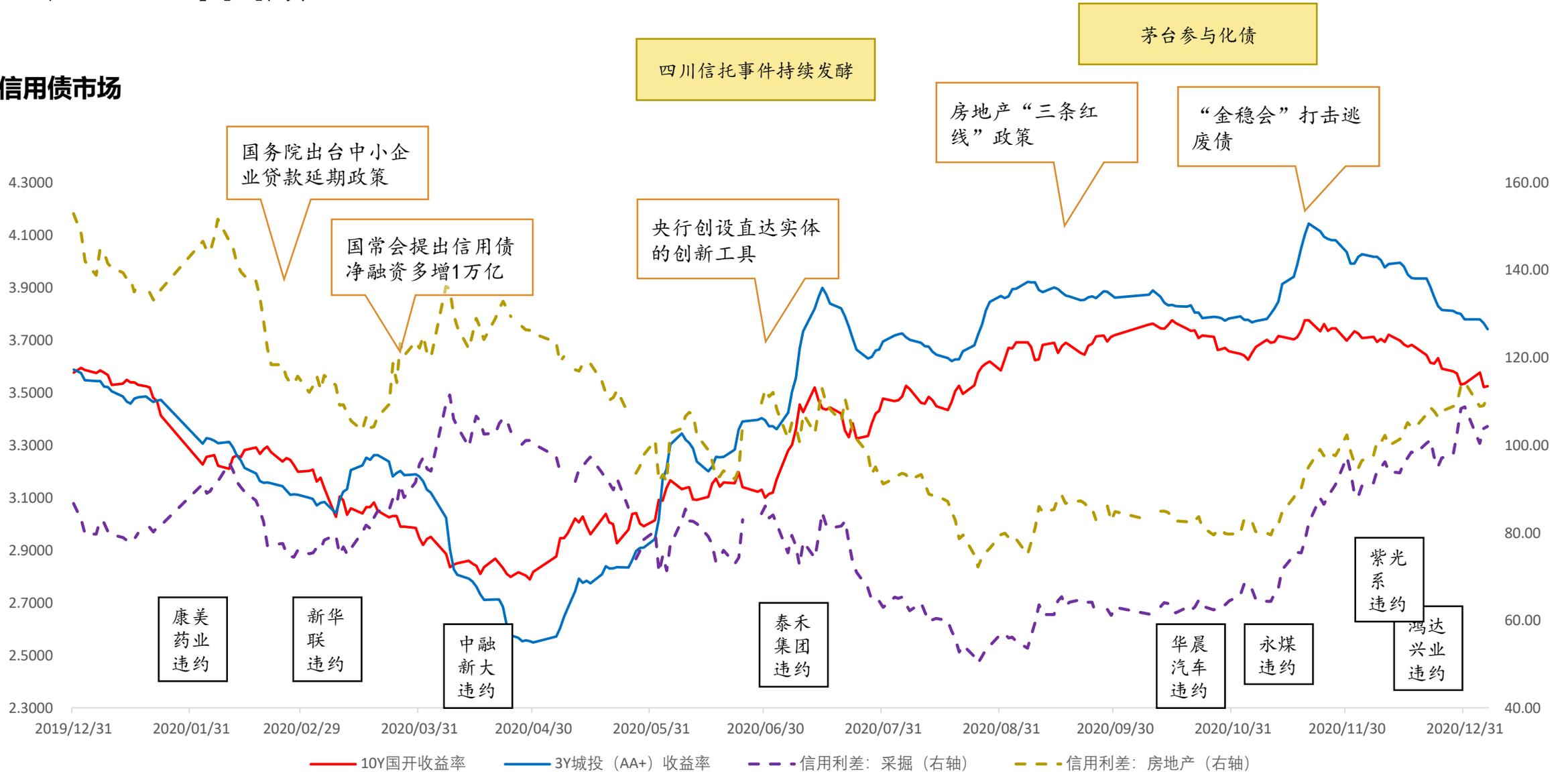
# 一、2020年回顾

## 利率市场

- 回顾2020年利率走势，在**疫情冲击及疫情后修复**的主线逻辑下，债券市场走势整体呈现V型走势，利率也走出了一轮“**牛市 → 快熊 → 慢熊**”的周期。
  - 第一阶段为年初至4月29日的牛市。全球新冠疫情爆发引起的全球范围内央行大放水和经济停滞忧虑，利率快速下行，10年国债收益率累计下行66bp（从3.14%至2.48%），10Y-2Y利差也上行55bp（从65bp至120bp），均突破了金融危机以来的极值。
  - 第二阶段为4月30日至7月9号的快熊。在国内疫情被控制后，复工复产稳步推进，经济开始修复，货币政策回归常态，并且开始关注资金空转套利的风险，要求压缩结构性存款，债市急速转熊，利率快速上行并达到疫情前水平，10年国债收益率累计上行60bp（从2.48%到3.08%），10Y-2Y利差也迅速压缩62bp（从120bp至58bp）。
  - 第三阶段为7月10日至12月31号的慢熊格局。债券收益率由快速上行转向震荡上行，投资者对经济复苏形成一致预期，市场在银行缺少长期负债、货币政策边际变化、一级供给、信用冲击等多重矛盾中震荡上行，10年期国债收益率震荡上行6bp（从3.08%到3.14%）。

# 一、2020年回顾

## 信用债市场



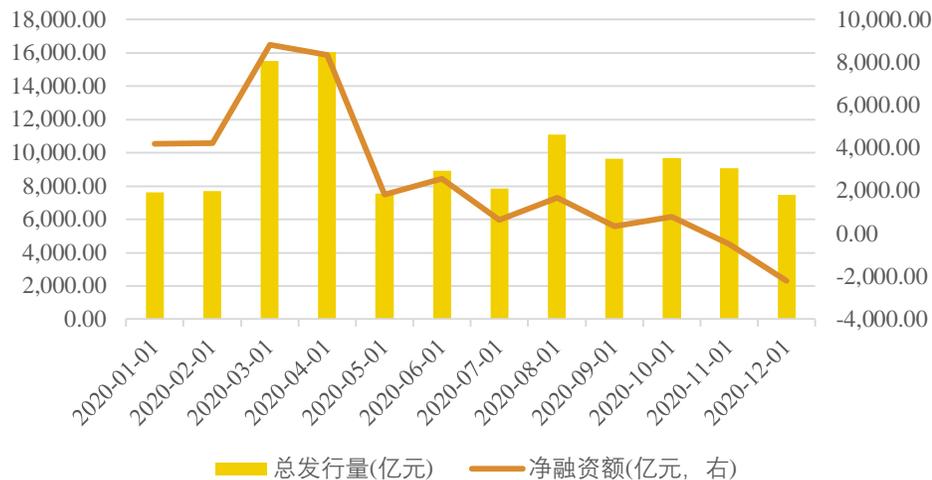
# 一、2020年回顾

## 信用债市场

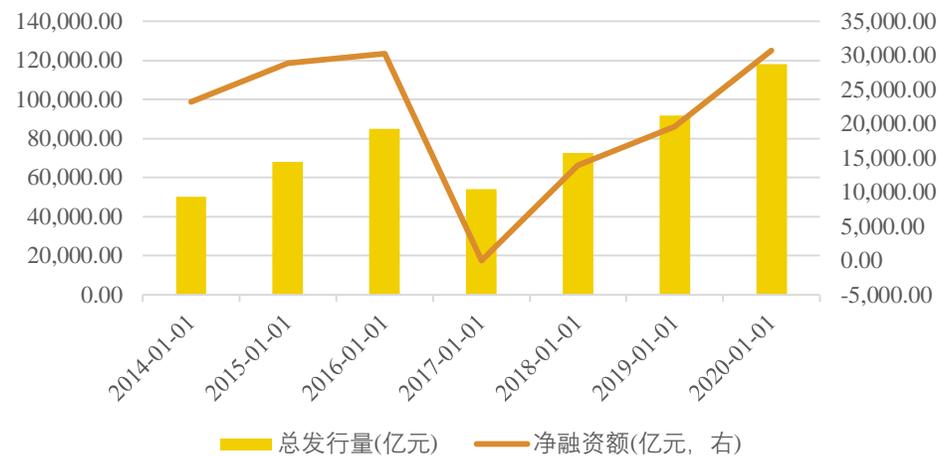
2020年信用债发行规模创纪录，市场流动性宽松，利率下行，发行人融资或换券降成本的需求强烈，刺激信用债规模放量。截至2020年12月31日，信用债发行了11.18万亿，较2019年增加2.64万亿。2020年企业通过信用债净融资的规模达到3.07万亿，2019年仅为1.96万亿，**净融资多增加1.11万亿，圆满达成国常会拟定的目标。**

但信用风险仍然持续爆发，标志性事件包括泰禾、华晨集团、永煤、紫光集团等，四川信托暴雷也代表了信托资金池风险的逐步暴露。

11月永煤违约对一级市场冲击较大，此后**信用债净融资额持续为负，且信用利差大幅拉升**。永煤违约之后，投资者对同类型地方国企产生一定规避情绪，并传染至其他负债率较高的省份的国企、城投，尤其是信用债收益率的全面上行也令一级申购情绪明显回落。事发后一周，信用债取消发行规模高达170亿，为两个月以来新高，采掘行业取消规模55亿，居所有行业之首。从12月的发行情况看，部分省市的发行节奏开始缓慢恢复（如北京、广东省、江苏省等），但信用债整体净融资额持续为负，而2018、2019年同期均为正，表明当前一级市场情绪仍处在较低水平。



图示：2020年信用债发行前高后低



图示：2020年信用债发行量与净融资额均创新高

## 二、2021年宏观展望

### (一) 疫情仍然是最大的不确定性，但疫苗已经逐步上市接种

截至2021年1月8日，全球新冠确诊数量仍然在快速增长，从数据看拐点远远未到，且2020年12月英国出现变异病毒，传染力大幅增强，12月伦敦封城，1月德国封城，但国内在严控的状态下也零星发现变异品种，冬季感染数量有所提升，部分城市风险等级也提升。

应对疫情的核心武器除了口罩、治疗之外，还是疫苗。

12月以来，部分疫苗已经投入使用并开始大规模接种，截至2021年1月6日，全球有14只疫苗进入3期临床，9只在不同国家获不同程度的授权使用，已有35个国家开始接种，累计共接种超过1500万剂疫苗。人数最多的分别是美国、中国和以色列。但美国的接种速度低于预期。

我们认为在疫苗完全有效的情况下，遏制住疫情至少也需要等到2021年2季度以后，我们借用西部证券的数据，以供参考。

对应的，生产的全面恢复可能需要到下半年，在1季度看来，我国的出口仍然有较强的替代效应。此后，由于海外复工，替代我们的一部分出口，导致出口增速下降。

全球新冠确诊数量

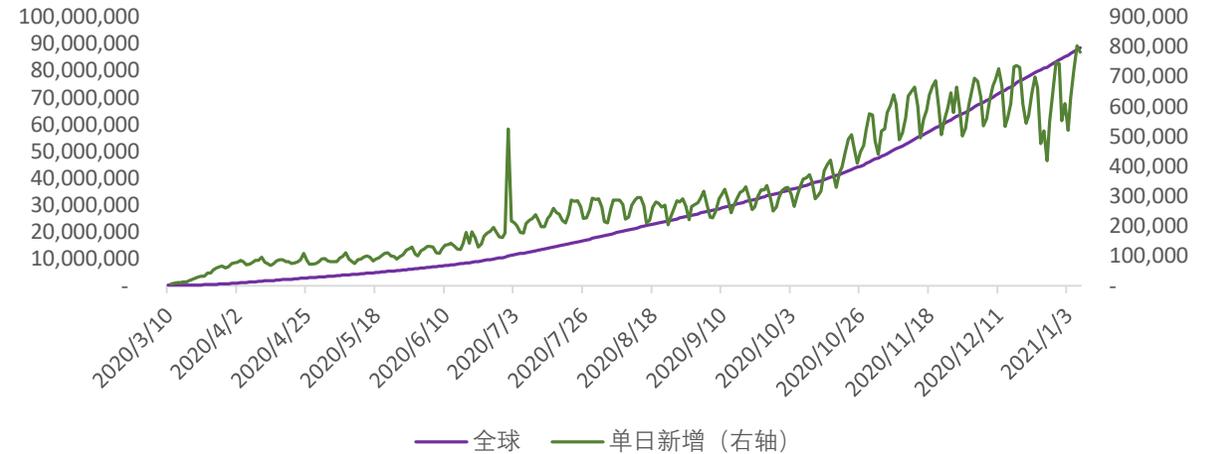
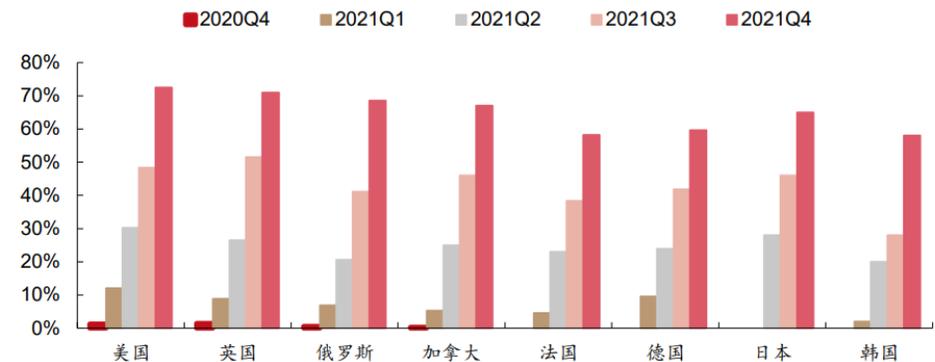


图5：主要国家每季度末累计接种比例预测



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

## 二、2021年宏观展望

### (二) 全球格局重塑

#### 拜登上台后的中美关系：会有缓和，但对华遏制仍是主线

特朗普将中国升级为美国头号“长期战略竞争对手”，已经成为美国社会的共识，拜登上台后短期内也不会改变，预计任命的国务卿布林肯与拜登思路一致

面对美国在疫情控制住之后，可能再次开始对中国的经济、科技压制，我们已经明确了“打持久战”的认识，并从各方面进行应对。

#### 拜登的对华态度和措施

- 不赞同中美强烈脱钩，但强调对“贸易滥用者”进行施压
- 拉拢盟友向中国施压，甚至建立新贸易协议排除中国
- 加强美韩军事联盟，向朝鲜施压，可能再度关注朝核问题
- 抵制外国剽窃知识产权的行为
- 压制中国的高科技发展
- 以国际规则与意识形态（如环境保护、知识产权、技术转移等）为手段，联合盟友共同遏制中国

#### 我国的各项政策

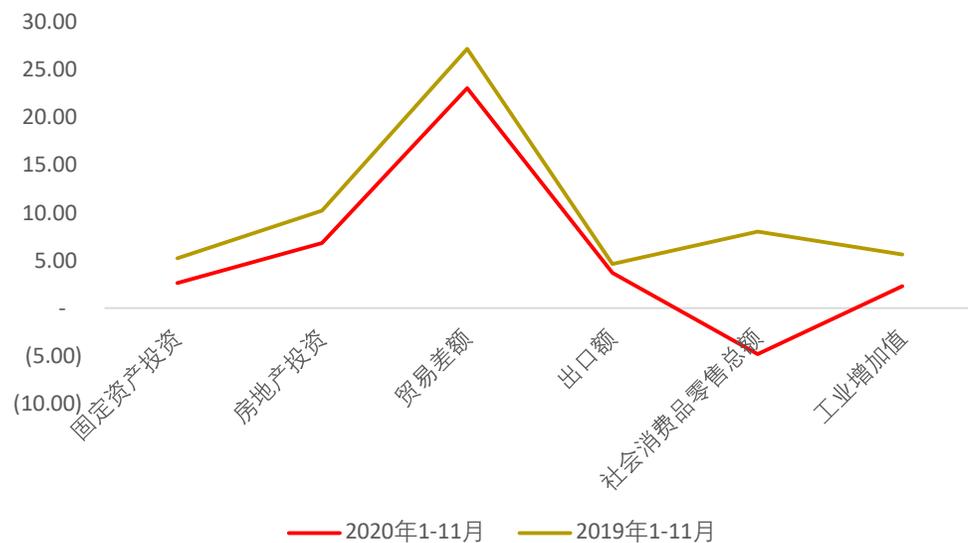
- 2020年7月30日，中共中央政治局会议指出，从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
- 尽量多的扩大盟友，在坚持扩大一带一路影响力的同时，又在2020年接连落地RCEP，完成中欧全面投资协定
- 全力强化科技战略（中央经济工作会议明确的2021年首要任务），解决“卡脖子问题”
- 稳杠杆，保就业，扩大改革开放，金融防风险

## 二、2021年宏观展望

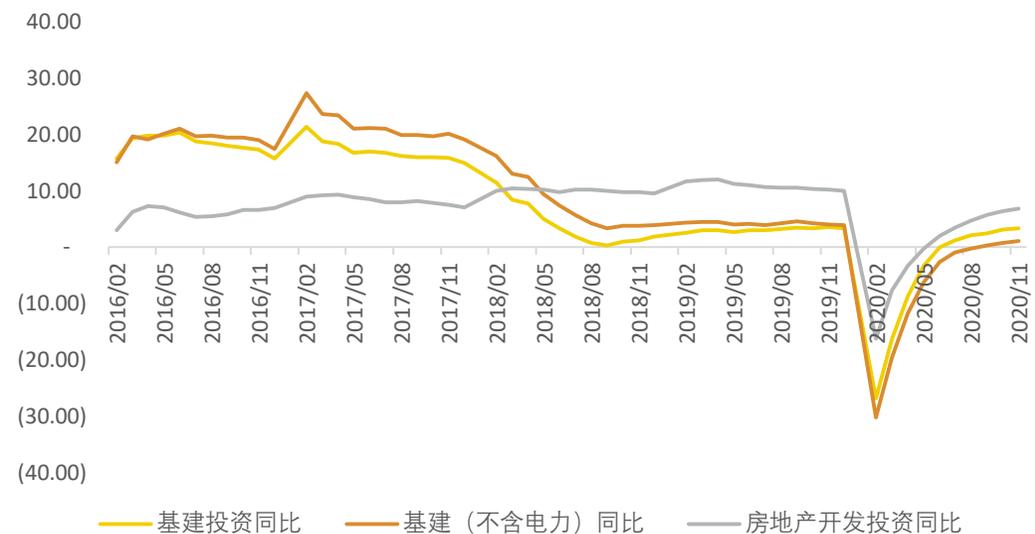
### (三) 经济恢复潜在增速

2020年，我国成为唯一一个实现正增长的大型经济体，不仅因为及时的财政和货币宽松政策对经济的托底，还因为科学的疫情应对，率先实现复工复产，并切入了其他国家因供给受阻所带来的供需缺口，持续超预期的净出口成为了经济复苏的强大助力。

2021年预计整体经济呈前高后低走势，应该淡化基数效应，关注环比增长。房地产和基建维持较低增速，预计2020年和2021年实际GDP增速分别为2.1%和9%，意味着20年和21年平均GDP增速5.5%。



图示：疫情砸下的深坑使得各项经济均低于2019年，但单月增速在4季度已经逐步恢复，2021年1季度有望复到正常水平。2020年最大的预期差是出口和贸易差额的大增。



图示：房地产投资韧性持续，房贷的持续增长提供了资金来源；基建投资增速低于预期，源于缺乏足够可落地优质项目。2021年房地产“三条红线”压制，预计房地产和基建投资增速均低位。

## 二、2021年宏观展望

### (四) 必须考虑债务压制

在应对疫情的政策方面，美国选择以政府负债直接给居民发钱，美联储资产负债表翻倍，政府负债率创新高，但居民收入也创新高，储蓄率上升，居民消费能力大幅提升，并溢出到我国出口端。

我国选择积极财政政策和货币政策，政府、企业和居民共同增加杠杆。

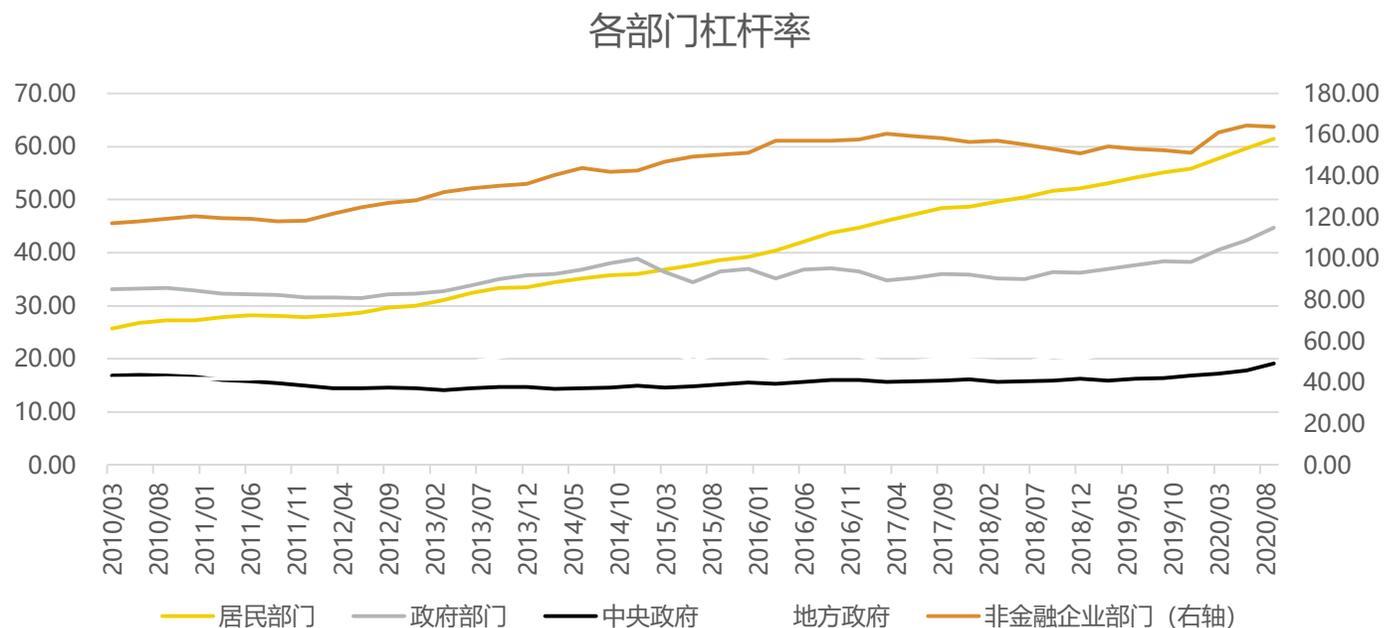
受益于政府的及时应对，综合采取包括积极财政、扩大社融、对中小企业贷款延期偿还等措施，本次危机仅造成了各部门主体的资产负债率上升，但不至于危及资产负债表健康，在疫情得到控制之后，经济主体能够迅速恢复活力。

但由于危机并不是通过市场出清来结束，产能过剩、僵尸企业、投资回报率下降等问题会继续发酵，高企的负债率会持续压制后续的经济活力。

财政部已经发出警示：2021年，地方政府债务风险将跨入警戒区间。

**债务风险是2021年的重要风险。**

不过好在，我国的外债规模尚可控，不会产生一般新兴市场从债务传导至汇率的压力。

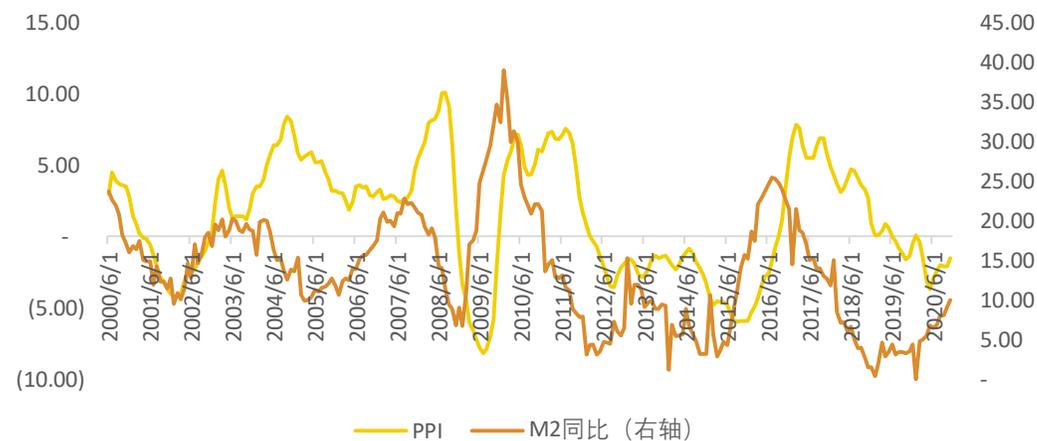


图示：各经济主体的杠杆率在2020年都有较大上行

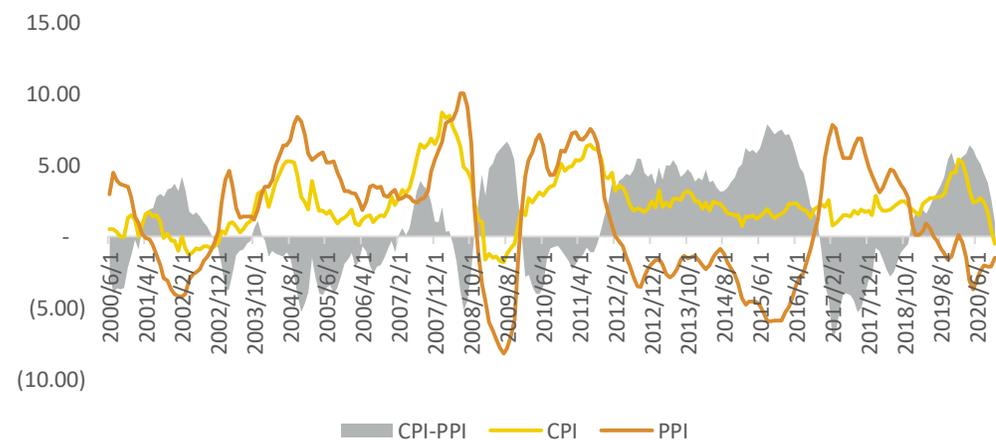
## 二、2021年宏观展望

### (五) 通胀可控，但PPI可能超预期

- 2021年将迎来通胀篮子的调整，参考历次经验，调整对于通胀数据不会产生太大影响。
- CPI：基数效应前低后高，全年整体温和为正。需求温和复苏，居民收入逐步修复，有利于推动CPI回升。供给端，猪肉供给有望大幅增加，带动猪肉同比向下，农产品价格整体稳定，服务业的回升带动核心CPI一定程度上行。
- PPI：M2增速一般领先PPI半年左右，油价作为PPI的重要影响变量，在2020年底基数的影响下，叠加2021年中美进入补库存的共振周期，需求上行，PPI可能会有超预期的风险，关注油价的变动和大宗的输入性通胀。
- CPI-PPI的剪刀差将转负，利润向上游、中游行业转移。
- 关注中央对资产通胀的重视。见周小川行长《[拓展通货膨胀的概念与度量](#)》。此前市场主流认为央行政策主要考虑CPI，但后续是否会考虑将资产价格纳入通胀指标，需要关注。



图示：M2同比领先PPI半年左右



图示：CPI和PPI剪刀差将转负

# 三、2021年1季度市场策略

## 利率市场

- 货币政策预期由边际收紧转为维持中性。10月中下旬央行公开市场维持紧平衡操作，R007也一路走高，市场预期货币政策出现边际收紧。随着永煤事件爆发后央行维稳、中央工作会议定调政策“不急转向”及央行连续超预期的投放MLF与OMO，市场对货币政策预期转为不溢不缺的中性看法。
- 银行长期负债的缓解和极度宽松的资金面。在央行连续超预期地投放大量MLF影响下，因压缩结构性存款而缺少长期负债的银行负债端压力明显缓解，同业存单价格迅速下行带动利率债收益率下行。
- 债券供需的不平衡。10月份专项地方债发行完毕后，市场一级供给逐步下行，而年末机构配置需求又开始增加，导致债券供需出现不平衡。

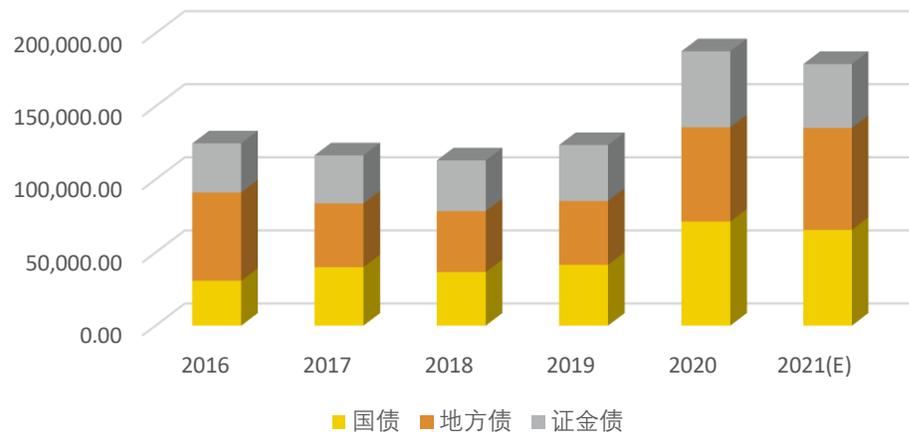


# 三、2021年1季度市场策略

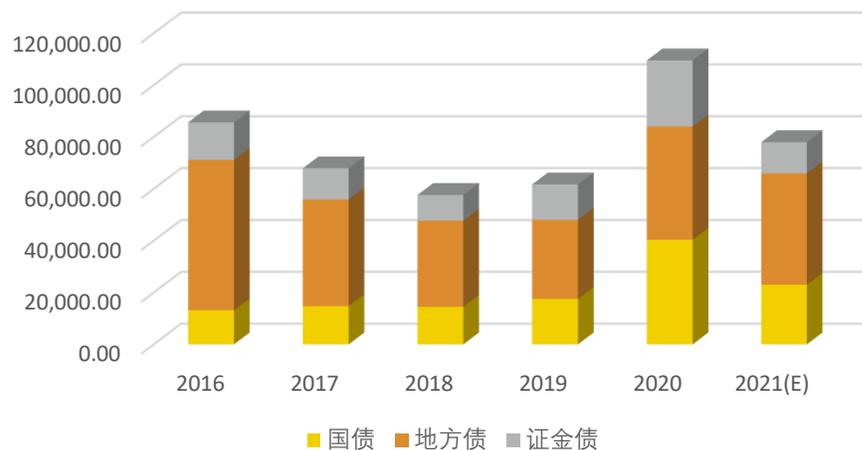
## 利率市场

- 基本面，明年一季度**经济增速大概率会延续强势表现**，一方面受基数原因，另一方面消费、出口和制造业投资继续强势复苏，基建与房地产投资上半年也会保持韧性。价格方面，PPI受工业品和原材料价格大幅上行影响会继续往上，CPI则受食品影响会在低位徘徊。
- 政策面，根据中央经济工作会议，宏观政策以“稳”为主，保持**连续性、稳定性、可持续性**，操作要更加**精准有效，不急转弯**，把握**时度效**。强调**控制宏观杠杆率、货币社融增速与名义经济增速基本匹配**，删除了“降低社会融资成本”。政策整体方向依然是向正常化收敛，但速度上不过激。
- 资金面，当前货币政策不急转弯，预计在疫情潜在不利影响消除前政策会延续不转弯政策，考虑到疫苗需要二季度后才能见效，预计一季度资金面整体充裕，但受跨春节、缴税等因素影响波动性可能加大。
- 供需面，随着政策逐渐向正常化收敛，明年特殊财政支出也会相应降低，经测算，利率债供给受到期增加影响绝对量发行量虽然降幅不大，但净融资量预期减少接近30000亿。且今年目前没有专项债提前发行公告，预期一季度债券发行量不大，叠加往年一季度都有配置需求，有利于债券市场。

利率债融资额



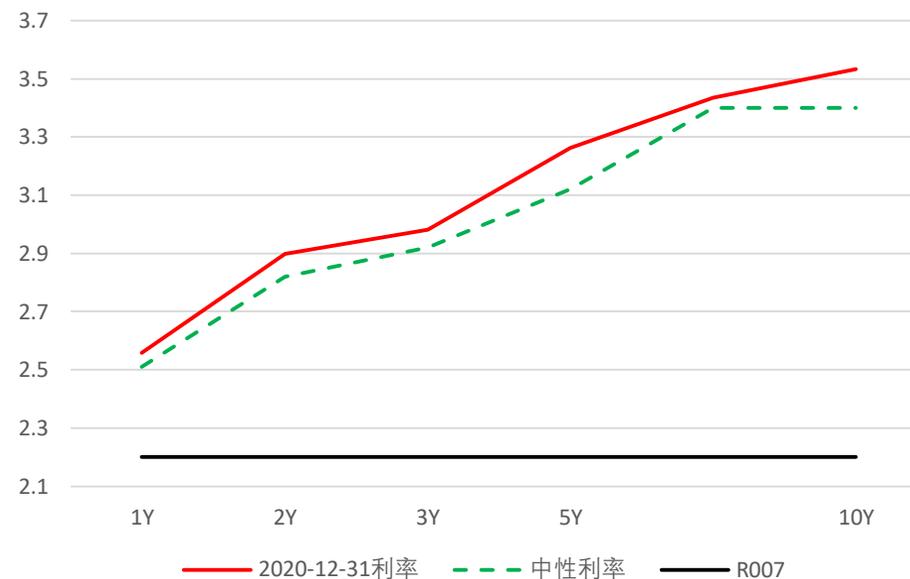
利率债净融资额



## 三、2021年1季度市场策略

### 利率市场

- 根据我们对利率影响因素的分析，再结合当前利率估值曲线，我们对利率市场有以下判断
  - 预期一季度利率市场整体将呈震荡行情，波幅不会很大，市场将在资金面宽松、债券供需等利多因素和经济数据向好、货币政策是否可能边际趋紧等利空因素之间来回震荡。具体可分为春节前与春节后，节前受疫情风险未完全解除和汇率升值压力影响，货币政策大概率会延续当前偏松的政策，由于缺少地方债提前发行，供需不平衡的问题依然存在，债券市场会处于震荡偏强；节后若疫情风险解除，宽松的资金面预期可能会有所变化，叠加债券供给上来，债券市场可能会偏弱运行。
  - 预期利率曲线可能走平。在央行连续大量投放OMO导致资金面极度宽松后，当前短债利率已经处于较低水平。虽然货币政策不急着转弯，但方向依然是收紧，只是收紧节奏问题，因此我们预期随着春节或者两会结束后，随着经济复苏或疫情控制后极度宽松的资金面会逐步修复，利率曲线也逐步变平。
  - 需要关注国内外疫情控制情况，若疫情控制超预期的话不排除货币政策开始转向，导致债券出现一波急跌。



### 三、2021年1季度市场策略

#### 信用市场

2020年Q3，从总量维度看，一季度企业业绩经历大幅下挫之后，二、三季度加速反弹。营业收入方面，25个行业前三季度营业收入均值同比增长0.07%，较一季度增加8.71个百分点，反映企业经营面持续修复。净利润方面，前三季度整体净利润同比下滑10.75%，较一季度修复24.36个百分点。

净利润增速显著低于营收增速，也低于统计局公布的工业企业利润增速（-1.5%）。显示了第三产业的拖累。

具体到行业：其中交通运输、休闲服务等受疫情影响较大，盈利下滑较多，而农林牧渔、电子、医药生物、食品饮料等行业盈利修复较好。

行业	20Q3营收	20Q2营收	20Q1营收	20Q3净利润	20Q2净利润	20Q1净利润
农林牧渔	27.64%	21.63%	11.11%	218.83%	245.98%	364.81%
电子	5.94%	0.51%	-6.31%	36.06%	20.97%	-14.44%
电气设备	16.60%	9.47%	-5.17%	28.15%	14.35%	-4.43%
食品饮料	4.62%	1.77%	-6.56%	16.93%	11.36%	-6.45%
有色金属	14.22%	14.42%	8.00%	15.79%	-18.11%	-29.35%
通信	6.85%	6.36%	-1.86%	15.37%	40.78%	-15.62%
建筑材料	4.13%	-1.41%	-21.79%	10.39%	4.41%	-40.74%
医药生物	2.19%	-1.89%	-5.99%	9.81%	1.33%	-24.34%
传媒	-6.25%	-9.05%	-13.72%	9.63%	71.50%	-96.94%
公用事业	0.00%	-2.70%	-8.17%	8.03%	-4.06%	-32.15%
机械设备	5.34%	-0.01%	-13.05%	6.28%	-2.21%	-37.03%
房地产	13.37%	10.18%	4.43%	0.99%	-4.56%	-19.65%
国防军工	-6.06%	-11.59%	-21.26%	-0.57%	-12.91%	-30.71%
建筑装饰	10.56%	5.02%	-9.01%	-1.65%	-14.12%	-39.17%
银行	5.02%	6.24%	7.34%	-7.62%	-8.85%	4.97%
钢铁	0.46%	0.35%	-4.93%	-9.20%	-37.59%	-48.81%
非银金融	6.45%	4.10%	0.35%	-10.38%	-19.37%	-15.42%
轻工制造	-2.91%	-9.53%	-15.87%	-11.01%	-21.38%	-22.79%
化工	-14.18%	-15.27%	-12.17%	-12.63%	-67.26%	-103.73%
商业贸易	6.22%	2.47%	-4.56%	-14.89%	-20.25%	-43.67%
汽车	-1.78%	-11.27%	-31.03%	-16.02%	-34.46%	-75.75%
采掘	-14.49%	-16.08%	-13.66%	-28.05%	-81.39%	-98.09%
计算机	-0.86%	2.10%	-9.77%	-41.68%	-46.18%	-115.64%
家用电器	-20.90%	-26.40%	-35.12%	-43.54%	-53.24%	-69.19%
纺织服装	-20.11%	-21.55%	-24.16%	-51.16%	-51.55%	-83.50%
交通运输	-6.38%	-11.58%	-17.29%	-124.84%	-190.48%	-231.20%
休闲服务	-42.29%	-48.90%	-53.15%	-148.20%	-207.18%	-319.08%
<b>合计</b>	<b>0.07%</b>	<b>-3.04%</b>	<b>-8.64%</b>	<b>-10.75%</b>	<b>-24.84%</b>	<b>-35.11%</b>

图示：统计数据采用AA级及以上发债企业数据汇总统计，共计1745个主体，20Q3代表2020年1-3季度累计营收/净利润同比

### 三、2021年1季度市场策略

#### 信用市场

2020年Q3，剔除预售账款之后的资产负债率同比增长的行业有13个，负债水平依然偏高，上半年总量宽松的环境叠加融资支持政策下，企业加杠杆力度较大。同时，11个行业的现金短债比出现了下降，说明疫情冲击下企业的短期偿债能力仍然较弱。

总体看来，由于2020年经济增速下行，全行业整体处于被动加杠杆中，同时企业的经营性净现金流也呈现整体净流出状态，主要依靠筹资性现金流入配平。

分行业来看，农林牧渔、建筑材料等行业偿债能力改善，企业主动加杠杆，扩大经营，而如休闲服务、交通运输等受疫情影响较大，被动加杠杆。

行业	20Q3现金短债比	19Q3现金短债比	现金短债比变动	20Q3负债率	19Q3负债率	负债率变动
农林牧渔	39.53	31.42	8.10	55.57	54.42	1.15
建筑材料	35.89	28.26	7.63	53.02	56.78	-3.76
计算机	51.17	45.86	5.31	46.97	46.85	0.12
电气设备	46.76	41.70	5.06	56.52	56.27	0.25
国防军工	48.13	43.15	4.98	57.11	58.88	-1.77
电子	35.95	32.34	3.61	57.92	59.20	-1.28
纺织服装	46.36	43.43	2.93	49.28	49.54	-0.26
轻工制造	37.03	34.24	2.79	58.41	58.26	0.16
医药生物	30.89	29.25	1.64	56.92	57.52	-0.60
钢铁	22.64	21.08	1.57	61.47	61.81	-0.34
机械设备	28.19	26.63	1.56	58.48	57.94	0.53
有色金属	25.38	24.29	1.09	65.52	65.88	-0.37
化工	29.13	28.81	0.32	62.62	61.15	1.47
汽车	34.91	34.76	0.15	62.73	61.56	1.17
商业贸易	28.45	28.33	0.12	66.79	66.88	-0.09
建筑装饰	26.64	26.68	-0.04	70.63	70.93	-0.30
公用事业	14.47	15.72	-1.24	62.80	63.92	-1.12
传媒	63.67	65.14	-1.47	42.67	41.21	1.47
房地产	34.10	36.53	-2.43	71.43	71.82	-0.38
采掘	28.89	31.48	-2.59	54.07	53.59	0.48
交通运输	29.45	33.33	-3.88	63.22	62.41	0.80
非银金融	25.70	29.76	-4.06	42.85	43.09	-0.24
通信	32.83	37.91	-5.08	52.69	51.73	0.96
家用电器	50.02	56.50	-6.48	62.46	64.59	-2.13
休闲服务	54.75	61.25	-6.50	61.65	55.58	6.07
食品饮料	46.12	55.77	-9.65	53.48	52.83	0.64
<b>共计</b>	<b>29.28</b>	<b>30.15</b>	<b>-0.87</b>	<b>61.30</b>	<b>61.17</b>	<b>0.12</b>

图示：统计数据采用AA级及以上发债企业数据汇总统计，短期负债中剔除了预售账款

# 三、2021年1季度市场策略

## 信用市场

信用利差走扩尚未完成，2021年信用投资策略应以防守为主，资管新规过渡期延长至2021年年底，机构仍然会更多的追逐短端，看好同业存单和短久期、高等级信用债。

城投+地产虽是信用债市场乃至中国经济的两大灰犀牛，但却仍是信用债市场多年来无法忽视的最重要板块。城投拥有公开债券的零违约记录+政府隐性支持，地产主体拥有高资产质量+相对较好的盈利能力+较为透明的盈利模式。

建议规避尾部风险，选择强省的平台，省份建议江苏、浙江、广东等区域的高等级主体，目前城投债利差仍较低，各等级信用利差可能继续走扩，建议保持久期谨慎，关注3年期限以内的品种。

### 另：资管、理财新规下的机构行为：看好同业存单和短久期、高等级信用债

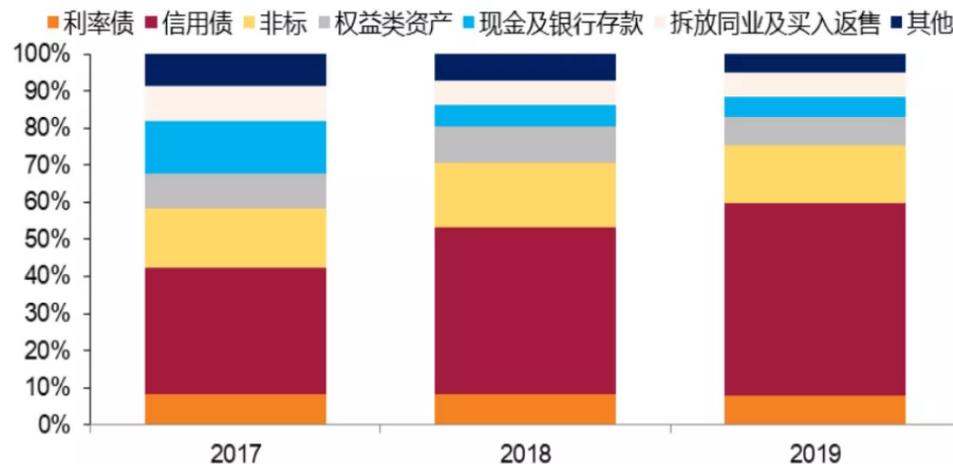
2018年资管新规发布之后，非保本银行理财中非标、权益类资产、现金及银行存款、拆放同业及买入返售以及其他分项占比均出现不同程度的下滑，而信用债占比明显上升，2019年末占比较2018年上行6.6个百分点，利率债占比基本持平。

2021年存量产品的整改压力或依然较大。这一背景下，预计2021年理财转型压力对于机构配置行为的影响会进一步显现。

为平抑净值波动，净值化产品对短久期债券的需求将持续增强。



图示：信用债密集违约时，期限利差走扩



图示：银行理财资产结构变化

# 三、2021年1季度市场策略

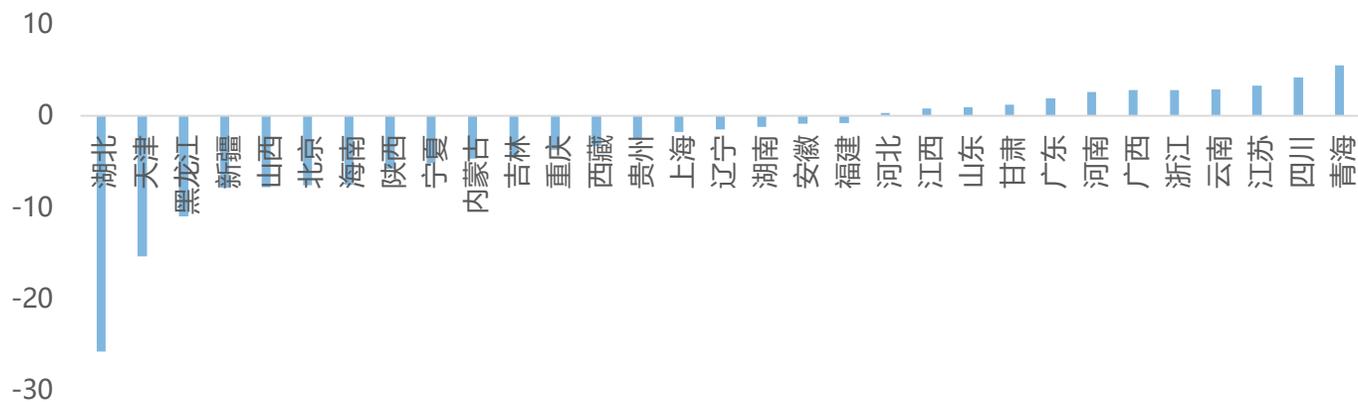
## 信用市场

### 城投债策略：整体审慎、规避尾部风险

2021年宽信用政策边际上弱于2020年，同时疫情与减税降费政策影响之下地方政府收入减少、债务扩张，偿债能力有所弱化。在今天的宽松政策下，城投平台的流动性风险延缓释放，伴随2021年的政策退出，这一风险可能逐渐暴露，弱资质平台可能率先受到冲击。

这种情况下，建议规避尾部风险，同时维持有一定收益的城投债配置，还是选择强省的平台，省份建议江苏、浙江、广东等。目前城投债利差仍较低，中低等级利差有走阔空间，这两个月中低评级新发城投较困难，可以等再融资带利差走阔后关注弱资质机会。

2020年1-11月各省一般公共预算收入增速 %



省份	2021年到期及回售占比	2021年到期及回售金额	城投存量债余额
天津	45%	2081	4642
山西	44%	427	962
北京	36%	872	2434
云南	36%	871	2437
江苏	34%	7422	21667
新疆	34%	380	1115
西藏	34%	45	133
黑龙江	32%	119	376
河北	32%	449	1423
重庆	30%	1551	5105
内蒙古	30%	88	291
青海	30%	42	140
福建	30%	915	3054
河南	30%	1137	3824
上海	29%	352	1198
广东	29%	1021	3553
江西	29%	1232	4310
广西	28%	512	1807
陕西	27%	612	2267
宁夏	26%	55	210
山东	25%	2163	8602
安徽	25%	996	3995
湖南	25%	1621	6608
海南	24%	23	97
辽宁	23%	115	490
四川	22%	1470	6729
湖北	22%	1022	4743
贵州	21%	621	2892
甘肃	21%	181	868
浙江	20%	2254	11130
吉林	19%	239	1234
总计	29%	30889	108334

## 三、2021年1季度市场策略

### 权益市场

11月社融增速见顶回落进一步确认政策逐步收紧。房地产三条红线的划定、抗疫政策的逐步退出以及资管新规21年底的到期促使今年进入信用收缩周期，类似于2010、2013和2017年的情况，对于权益市场整体有不利影响。

市场预计将仍然呈现结构性突出的特征。可能成为少部分公司的牛市。

**操作策略：重点把握春季躁动、规避后续的风险。**

### 行业策略：

- 1) 汽车、家电等可选消费延续景气修复。
- 2) 新能源汽车和光伏将成为少数长期高增长且确定性强的赛道。
- 3) 消费分级下，高端产品和性价比突出的产品将取得较高竞争优势，重点关注医美、小家电和消费电子等新消费领域。
- 4) 国防和军队现代化建设的重视程度提升，国防军工板块盈利增长有望继续兑现。同时，恒指相对于A股有估值上较大优势。随着疫苗逐步投入市场，全球经济共振复苏，风险偏好逐步修复，恒指是全球估值洼地，将有望获得边际竞争优势。

## 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  
蜂巢基金最新讯息

© 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

A background image of the Shanghai skyline, featuring prominent skyscrapers like the Shanghai Tower and the Oriental Pearl Tower, under a cloudy sky.

投资美好生活