

# 蜂巢基金管理有限公司

Hexa Asset Management Co.,Ltd.

## 2021年2季度投资展望



2021年3月

仅供机构间培训交流适用，请勿外传



# 一、2021年1季度回顾

## 2011年以来大类资产收益率

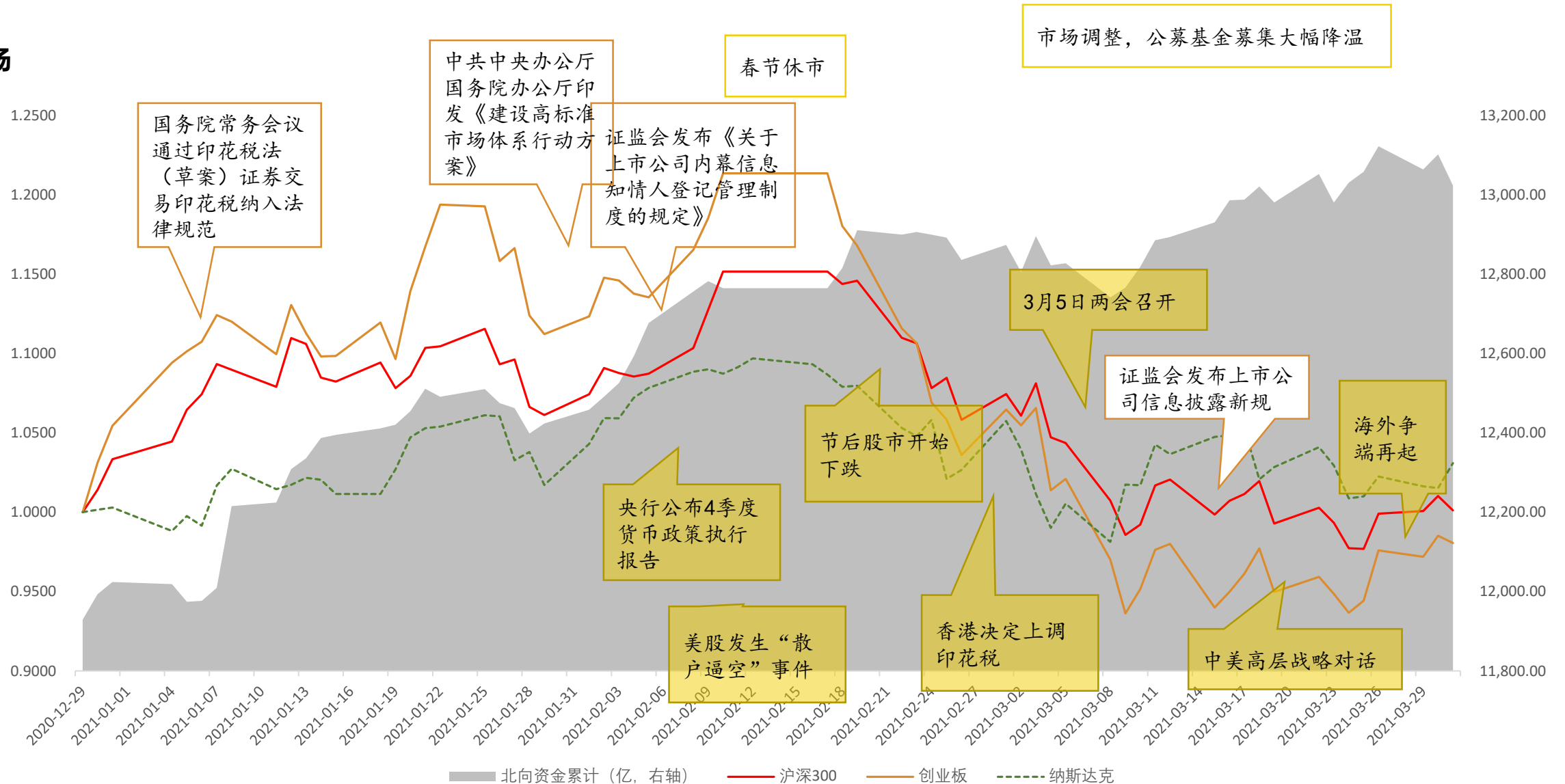
| 收益率     | 2011年   | 2012年  | 2013年   | 2014年   | 2015年   | 2016年   | 2017年   | 2018年   | 2019年  | 2020年   | 2021Q1  |
|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 沪深300   | -25.01% | 7.55%  | -7.65%  | 51.66%  | 5.58%   | -11.28% | 21.78%  | -25.31% | 36.07% | 27.21%  | -3.13%  |
| 中小板     | -37.09% | -1.38% | 17.54%  | 9.67%   | 53.70%  | -22.89% | 16.73%  | -37.75% | 41.03% | 43.91%  | -4.26%  |
| 创业板     | -35.88% | -2.14% | 82.73%  | 12.83%  | 84.41%  | -27.71% | -10.67% | -28.65% | 43.79% | 64.96%  | -7.00%  |
| 中债总财富   | 5.32%   | 3.60%  | -0.47%  | 10.34%  | 8.15%   | 1.85%   | 0.24%   | 8.22%   | 4.59%  | 2.98%   | 0.68%   |
| 国开总财富   | 4.75%   | 2.13%  | -1.20%  | 11.54%  | 7.34%   | 0.87%   | -0.41%  | 9.71%   | 4.34%  | 3.30%   | 0.59%   |
| 企业债财富   | 4.17%   | 7.41%  | 1.76%   | 11.66%  | 11.00%  | 2.46%   | 1.95%   | 8.23%   | 6.48%  | 3.98%   | 0.91%   |
| 商品指数    | -16.96% | 4.22%  | -12.37% | -16.54% | -14.52% | 51.34%  | 7.85%   | -5.83%  | 15.58% | 7.41%   | 5.99%   |
| 沪金      | 3.36%   | 6.50%  | -29.64% | 0.94%   | -6.46%  | 20.07%  | 2.35%   | 3.55%   | 20.51% | 14.50%  | -10.41% |
| 布油 (美元) | 12.79%  | 3.97%  | -0.28%  | -47.46% | -35.29% | 50.84%  | 17.69%  | -19.55% | 22.68% | -21.67% | 22.66%  |
| 人民币兑美元  | 4.48%   | 1.02%  | 2.83%   | -2.48%  | -4.67%  | -7.02%  | 6.30%   | -5.43%  | -1.46% | 6.12%   | -0.26%  |

\*数据统计截止日为2021年3月31日

- 1季度，美元指数触底后持续回升，从89.21恢复到了92.5上方，升值了4.5%，带动10Y美债收益率从1.0上行到1.75，背后体现的是在基本面复苏后，实际利率上行，市场对美联储减缓或停止扩表，收缩美元的担心，全球风险资产价格震荡回落
- A股去年涨幅全球领先，今年1季度的下跌也是领先，“抱团”瓦解，基金发行从过热到遇冷，背后实质是流动性不再充裕之后，主要资产的估值过高，需要合理恢复
- 债市一季度收益率震荡上行，基本面的恢复无法证伪，回报不佳
- 商品大涨，石油、基本金属领涨，农产品走势分化，反应了由工业拉动的通胀预期，与疫苗落地后全球补库存的预期一致

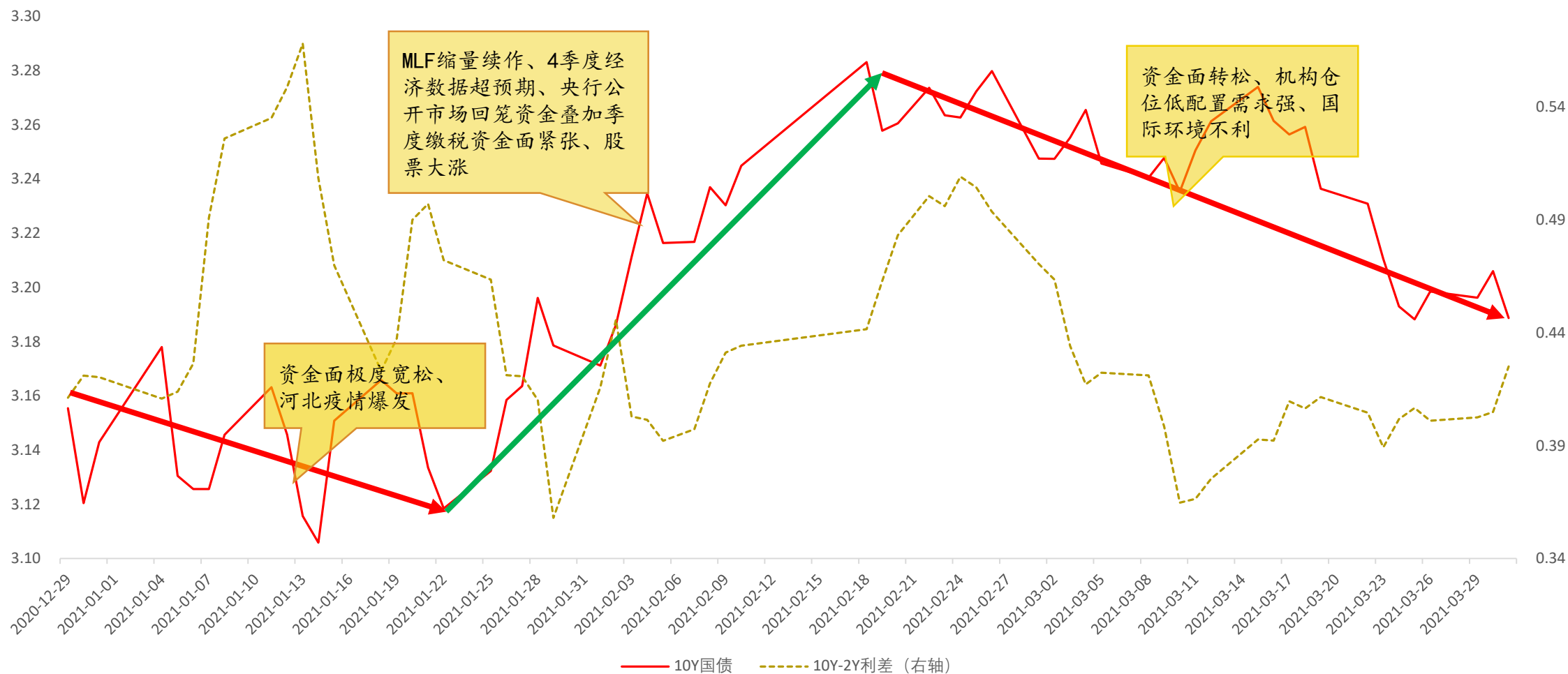
# 一、2021年1季度回顾

## A股市场



# 一、2021年1季度回顾

## 利率市场



# 一、2021年1季度回顾

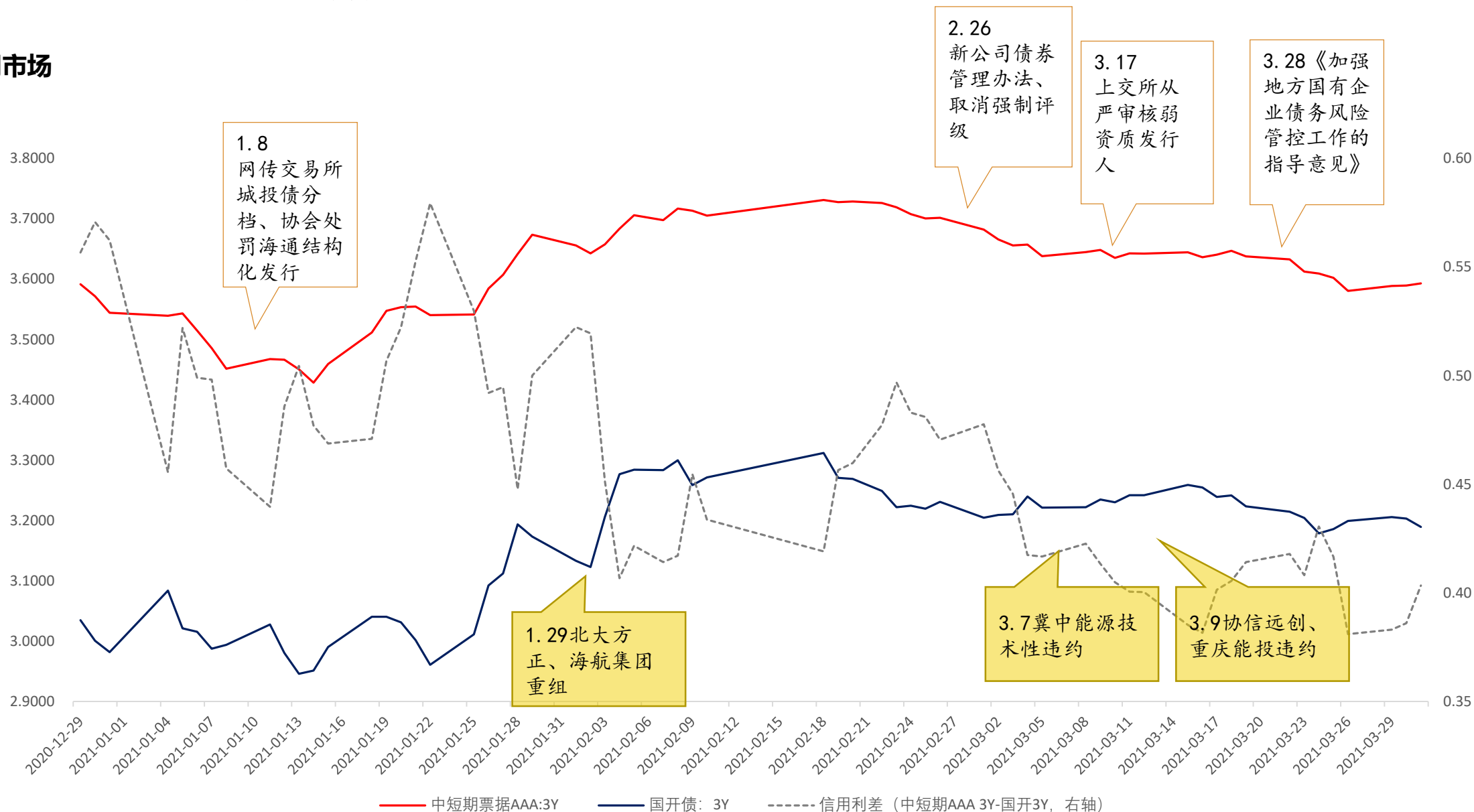
## 利率市场

- 回顾2021年1季度利率走势，在**资金面波动导致货币政策预期变化和配置需求**的主线逻辑下，债券市场整体呈震荡走势。
  - 第一阶段为年初至1月14日的震荡下行行情。年初河北疫情集中爆发、资金面极度宽松叠加配置需求的加持，10年国债收益率震荡下行4bp（从3.14%至3.10%），10Y-2Y利差也上扩大15bp（从42bp至57bp）。
  - 第二阶段为1月15号至2月18号的快速上行。随着河北疫情好转，央行缩量续作MLF及公开市场大量回收资金导致资金面极度紧张，市场对央行货币政策预期比较悲观，抱团股加速上行提高了市场风险偏好，10年国债收益率快速上行18bp（从3.10%到3.28%），10Y-2Y利差也迅速压缩13bp（从57bp至44bp）。
  - 第三阶段为2月19号至3月31号的震荡下行。随着资金面回归正常，加上两会定调货币政策不急转弯，机构整体仓位低对利空消息免疫，在国际反中的导火索下债券收益率缓慢下行，10年期国债收益率震荡下行9bp（从3.28%到3.19%），10Y-2Y利差也略有压缩4bp（从44bp至43bp）。



# 一、2021年1季度回顾

## 信用市场



# 一、2021年1季度回顾

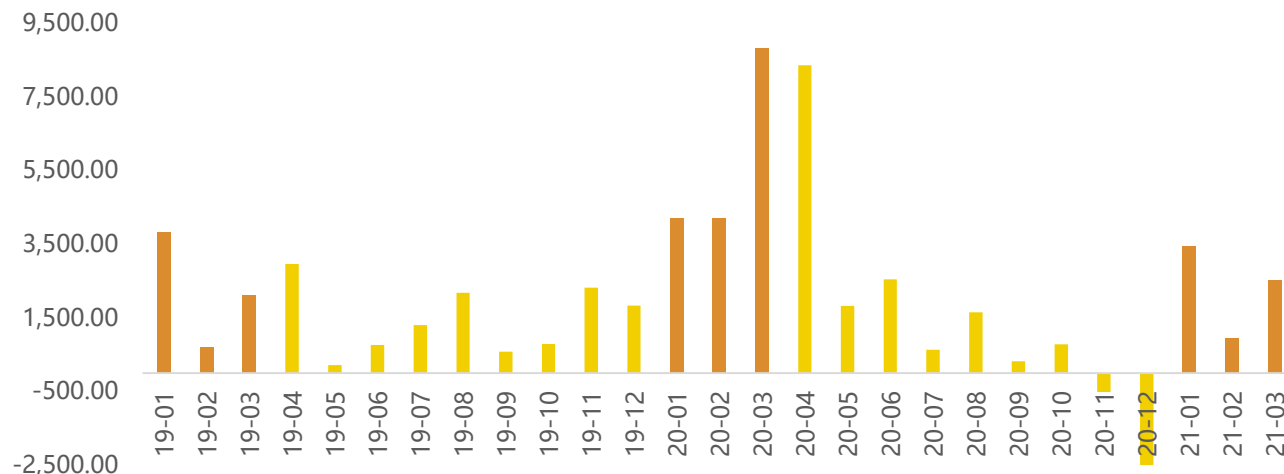
## 信用市场

一级市场方面，2021年1-3月净融资额已恢复至2019年水平，不过与极度宽松的2020年1季度相比大幅减少。

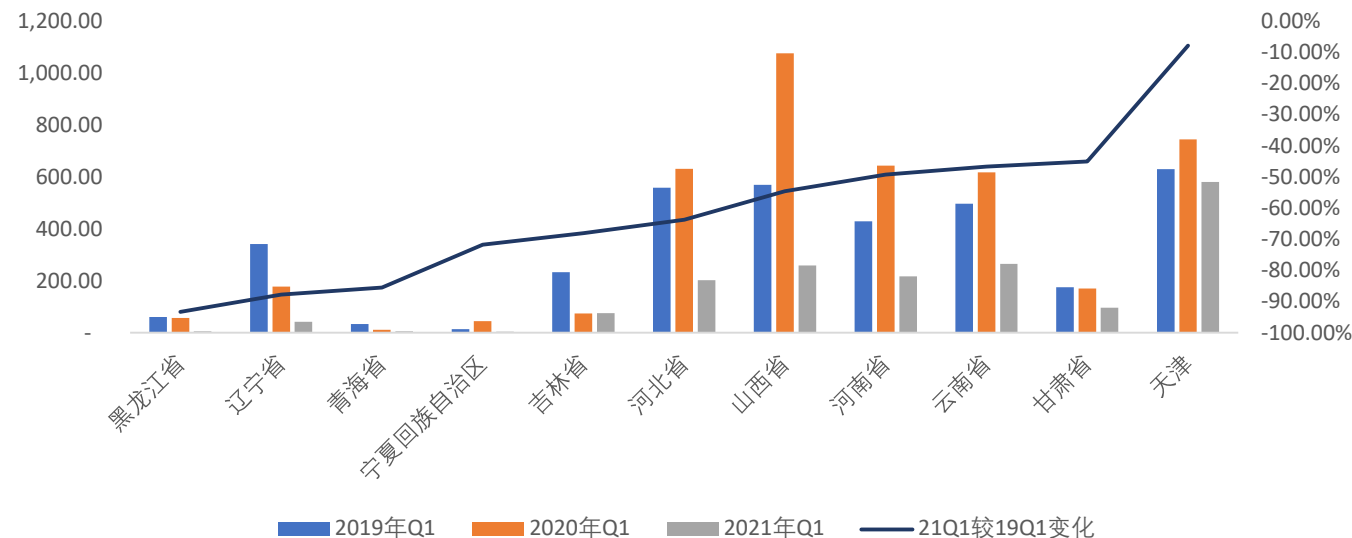
但截至2021年3月31日，不同省份的发行量差别巨大，我们将2021年截至3月31日的省份非金融业信用债发行量与2020年、2019年同期进行对比，部分极端省份发行量萎缩巨大，东三省、青海宁夏等信用债发行非常艰难，山西/河南/河北也有大幅度萎缩，是显示了投资者对于部分区域和行业信用的担忧尚未恢复。

二级市场方面，按照余额加权来看，采掘、钢铁、地产、AAA城投信用利差分别下行15.29、20.76、19.27和12.39bp。

非金融企业信用债净融资额



省级信用债发行量对比（亿元）



## 二、2021年2季度宏观展望

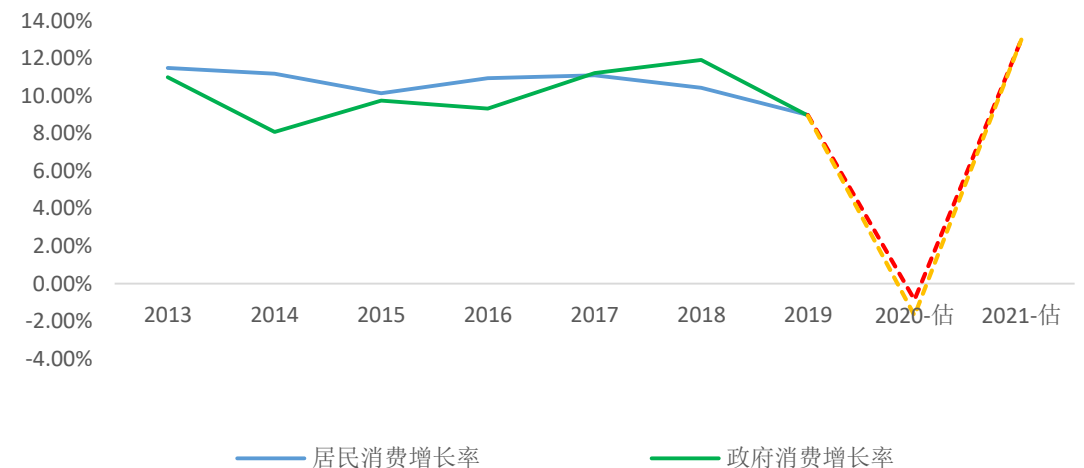
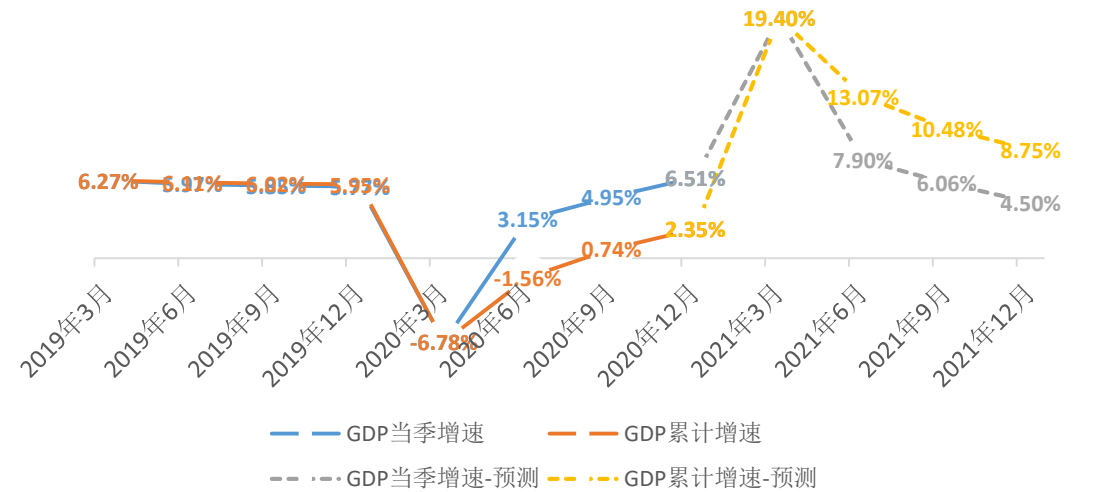
### (一) 基本面持续恢复，前高后低，2季度年内次高

疫情砸下的大坑将迅速被弥补，基数原因导致今年经济增速前高后低，财政赤字安排隐含名义GDP增速9.8%，我们认为该值可能略低于今年实际增速，名义增速10.75%，平减指数约2%，对应名义GDP大约8.75%。

**消费方面：**2020年社零消费萎缩4.8%，最终消费支出拖累GDP达0.5个百分点。在供给恢复后，今年影响消费的主要是居民收入、消费意愿、社会收入结构等，我们预估2021年居民的可支配收入增速有望回复到名义GDP增速附近，带动居民消费能力的回升。消费意愿方面，受到居民杠杆率的压制，2020年末居民杠杆率上升至历史新高的62.2%（数据来源：国家资产负债表研究中心），而2021年1-2月居民贷款仍然高增，预计居民杠杆率继续持续小幅上行，整体压制居民消费倾向，目前消费者信心指数逐月上行但尚未恢复到疫情前的水准。

居民消费刺激的难度较高，服务消费很难回补，商品消费可以回补，预计2021年居民消费能力基本维持中性偏强，房价稳定之下房地产对消费的挤出效应会有所减弱，政府消费增加提高总体消费规模，在低基数的影响下，今年消费同比数据将会大幅反弹，考虑消费的自然增长、弥补性消费、物价增长后，预计今年消费增长13%左右。

关注：新冠疫情反复风险、资产价格大幅波动风险





## 二、2021年2季度宏观展望

### (一) 基本面持续恢复，前高后低，2季度年内次高

#### 资本形成

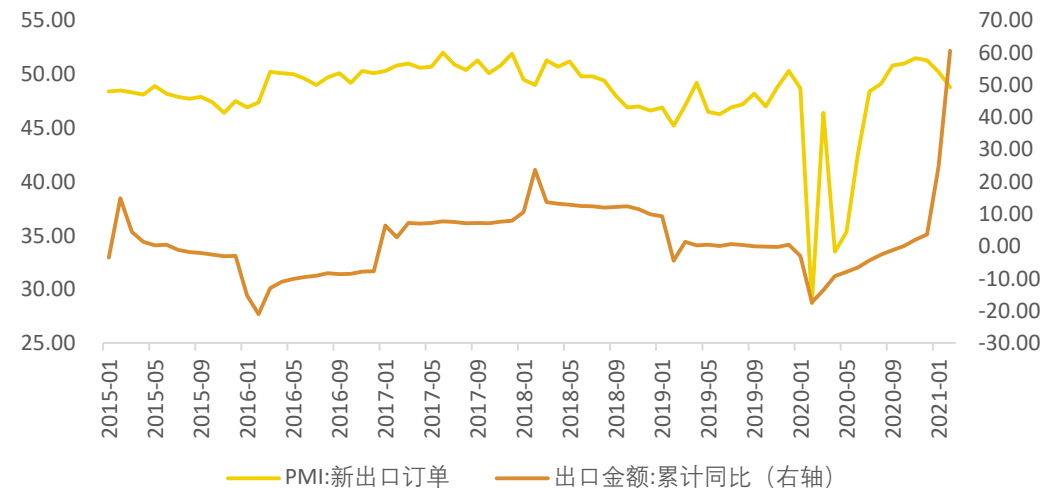
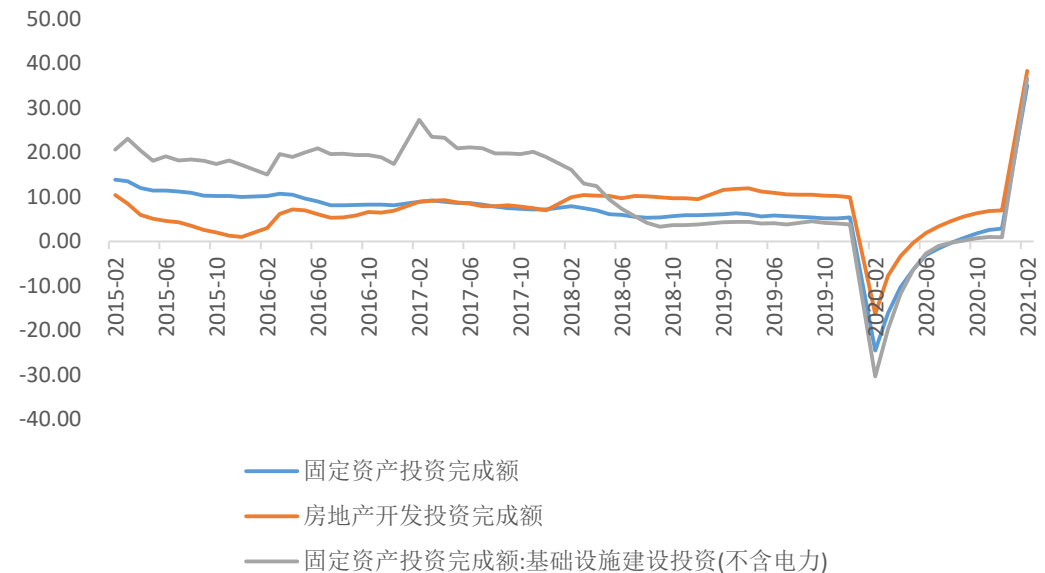
大类投资的主线仍然是制造业投资、房地产和基建。

- 制造业投资方面，随着疫苗的逐步推进，海外生产的复苏带动全球补库存，以及国内在“内循环”指导下产业升级和补短板努力，制造业投资增速有望相比2020年进一步提高，结构更加偏向高技术制造业。
- 房地产市场仍然坚持房住不炒的精神，并通过三条红线方式限制房地产企业的杠杆扩张，并且进一步对房地产企业拿地、开工提出了更加精细化的要求，预计房地产投资增速趋缓。
- 基建缺优质项目，2020年已经不达预期，加上专项债下降，今年基建托底的必要性下降，更加注重提高项目质量，预计基建规模持平。

预计今年资本投资+存货名义增速7%左右，2季度是投资和工业生产量最大的季度，密切关注高频数据对生产和投资的反馈。

#### 净出口

2020年，净出口对GDP的贡献率达到了创纪录的28%，亮眼的出口支撑了国内经济的复苏，核心是填补了海外供需缺口，但随着海外疫苗逐步覆盖后，海外补库存需要增加出口，同时复工的推动会降低部分替代性需求，PMI的新出口订单已经跌破50线。从海外疫苗接种情况来看，预计到2季度前无法完成全体免疫，生产的恢复尚未完全，我国的出口仍然有竞争力，但在3季度后可能逐步回落，由于1-2季度有望继续积累较大的净出口额，预计全年净出口规模相比2020年微涨3%左右。



## 二、2021年2季度宏观展望

### (二) 通胀可控，2季度或出现年内高点

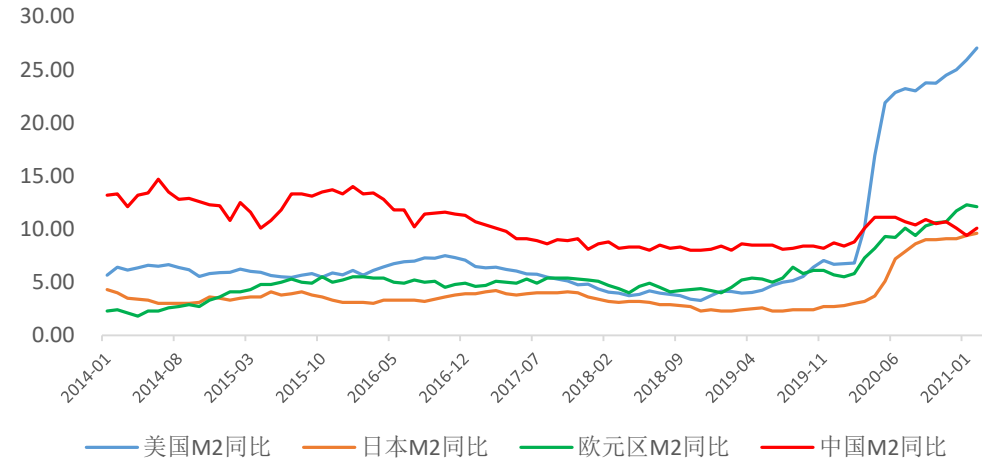
2020年全球性的货币超发带来通货膨胀的隐患，我国的M2增速最为克制，并且从2020年5月起就开始收敛，但海外仍然在高速增长中。

货币的超发叠加供需缺口，理论上会带来大幅的通货膨胀，2020年通胀尚缓主要因为一方面中国的出口弥补了供需缺口，另一方面大部分资金没有流入实体经济，以超储的形式留在央行账户中，或者进入了资本市场，推动了全球大类资产的同步上涨。

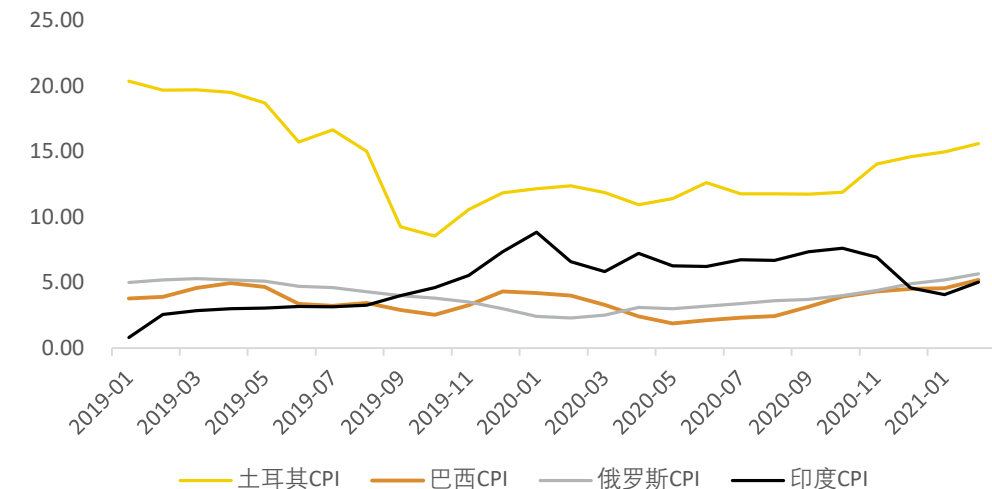
而目前，全球通胀已经抬头，新兴市场面临极大的通胀压力，土耳其、俄罗斯开始加息，**关注新兴市场的风险传导。**

从疫情的控制和疫苗的接种速速来看，生产恢复依次为中国→美国→欧元区和日本→其他国家，生产的恢复有助于弥补供需的缺口，降低通胀压力，但由于不同上下游产业恢复产能速度的不同，通胀可能持续性的结构性存在。

国内来看，海外通胀+人民币贬值可能带来输入性通胀，但由于国内供需缺口可控，CPI大涨的概率不大，需要关注PPI，因大宗商品价格为全球定价。CPI和PPI由于基数原因，2季度都将形成年内的高点，CPI可能到达2%，PPI甚至可能突破5%。不过央行货币政策更加关注与民生相关的CPI，我们认为**目前的通胀仍然在可控局面，不会形成对货币政策收紧的预期。**



| 央行    | 美联储     | 欧央行     | 日本央行   |
|-------|---------|---------|--------|
| 超储增长率 | 212.09% | 104.55% | 21.97% |



## 二、2021年2季度宏观展望

### (三) 财政政策积极但相对收缩，货币政策中性

#### 财政政策

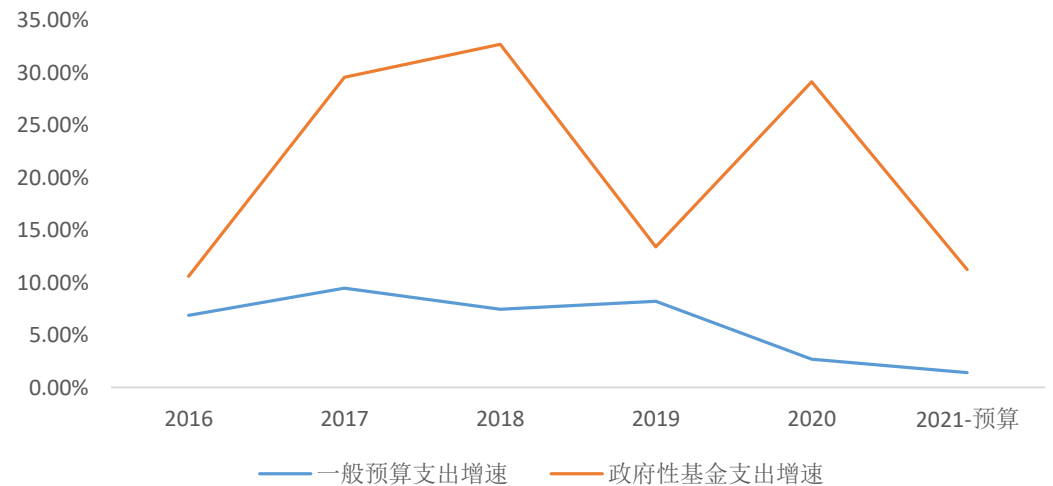
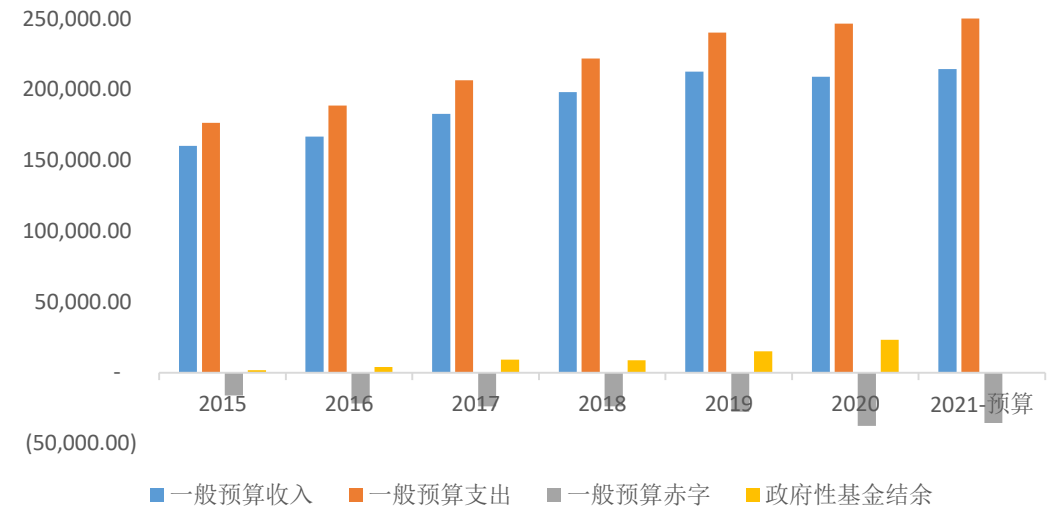
2020年财政支出不达预期，年末政府性基金结余约2.3万亿，即使扣除1万亿特别国债后也还有1.3万亿，主要在于专项债支出不达预期，这可能也是今年1-2月没有再次提前下达专项债发行额度的原因。

2021年设置财政赤字率3.2%，财政赤字35700亿，专项债规模36500亿，合计72200亿，相比2020年均有所回落，在国常会定调经济增速目标仅6%的情况下，**今年财政支出同比收缩**，一方面稳增长的压力不大，另一方面可投的项目也有限（地方优质项目已经越来越少），而防控地方债务风险、国企债务风险已经成为今年市场焦点之一，我们认为**今年可能有部分的财政资金用于化解债务压力**，但在中央要求市场化处置债务的要求下，不太可能再次进行债务置换，而可能通过补充银行、金融机构资本金、设置新担保机构、设置债转股基金等方式进行。

#### 货币政策

预期继续稳健。央行货币政策委员会召开2021年第一季度例会：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。

在各地严格出台楼市控制措施，P2P项目基本全部出清、股市从高点调整基本恢复到合理区间、债市场内杠杆回到地位等情况下，资产泡沫的风险已经基本得到控制，央行的政策目标可能恢复到防范信用风险上，基于此，我们认为货币政策将维持中性，没有太大继续收紧的空间。



## 二、2021年2季度宏观展望

### (四) 外部不确定性仍大

拜登上任后，又开始执行拉拢伙伴集体围攻我国的手段，国际局势对我国不利：

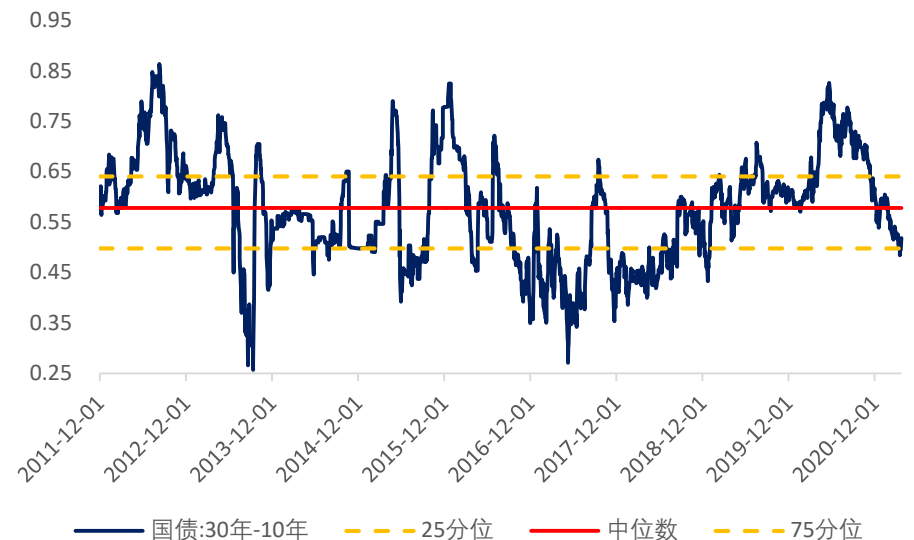
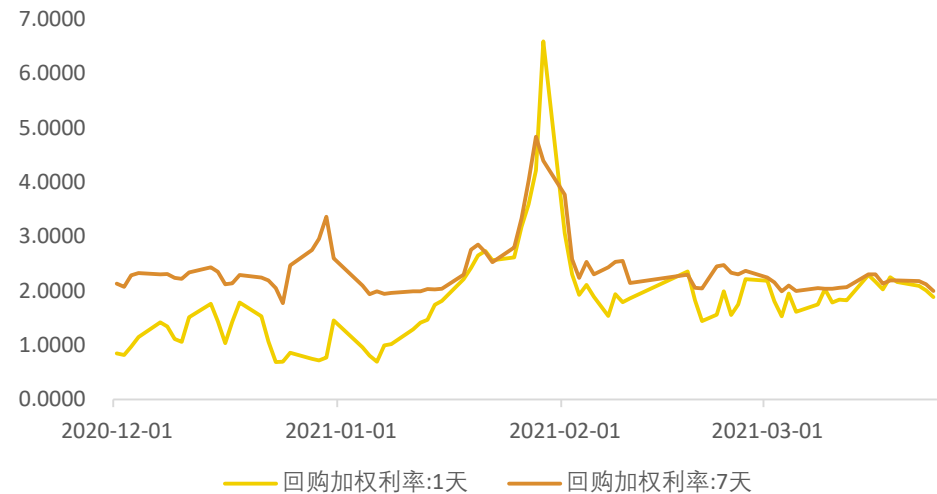
- 3月16日，美日举行“2+2”会谈，其中有部分对中国的表述比较强硬。
- 3月18日-19日，中美进行了战略对话，可以看出双方分歧很大且都较为强硬。
- 3月22日，就在中美对话之后，美国、英国、加拿大以及欧盟就联合起来就新疆问题对中国实施制裁，这是欧盟近30年来首次对我国实施相关制裁。而中国随即对欧盟实施了反制裁。
- 3月22日，欧盟宣布取消中欧投资协定审议会（此前已经完成谈判，已经进入审议签署阶段，该事件将导致投资协定的签署暂时搁置）。在中方宣布对欧盟有关机构和人员实施制裁后，法、德等欧洲国家召见中国大使提出交涉，并称中方制裁不可接受。
- 3月24日，国新办发布《2020年美国侵犯人权报告》，对美国侵犯人权的状况进行揭露。
- 3月25日，国防部称，“中国无意“挑战”谁，但谁的“挑战”也不怕；中国不想“威胁”谁，但谁的“威胁”也没用。”
- 3月25日，“新疆棉花”事件持续发酵，部分国外品牌被下架。实际禁令在2020年就已经颁布。
- 3月26日，我国黄海相关海域进行军事演习。
- 3月26日，中国宣布制裁英国9人4实体。

我们认为，目前的冲突实质上是海外国家在疫情稍微得到控制后，试图转嫁疫情成本对我国的施压，我国坚持“内循环”战略以及坚持以我为主的战略不会变，但同时也要可观测认识到国内多个行业和国外先进领域仍然具有较大差距，关键领域补短板也是一个长期任务，所以海外如加剧制裁，对我国资本市场仍然将产生较大压力。

# 三、2021年2季度市场策略

## 利率市场

- 市场预期货币政策维持中性。1月初资金面极度宽松，央行公开市场大量回收资金叠加季度缴税财政资金错配导致1月底资金面极度紧张，市场一度担心货币政策边际趋紧，但随着春节期间资金面平稳叠加两会定调货币政策合理充裕，目前市场预期货币政策维持中性。
- 资金面合理充裕，机构仓位较低。春节以来，银行间资金面持续维持比较稳定的水平，机构仓位也普遍短久期、低杠杆，使得市场对利空消息“免疫”。
- 时间成本高，配置机构压力大。因基本面依然向好，不少机构降低了配置速度，希望等收益率反弹后进行配置，叠加地方债发行推迟，在资金整体宽松的情况下，机构时间成本很高，机构配置压力很大。

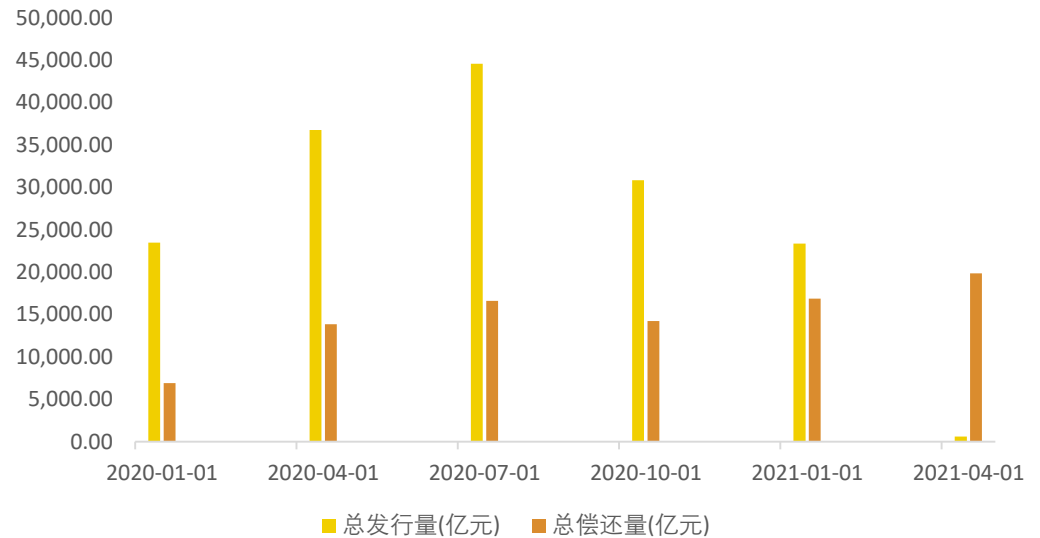
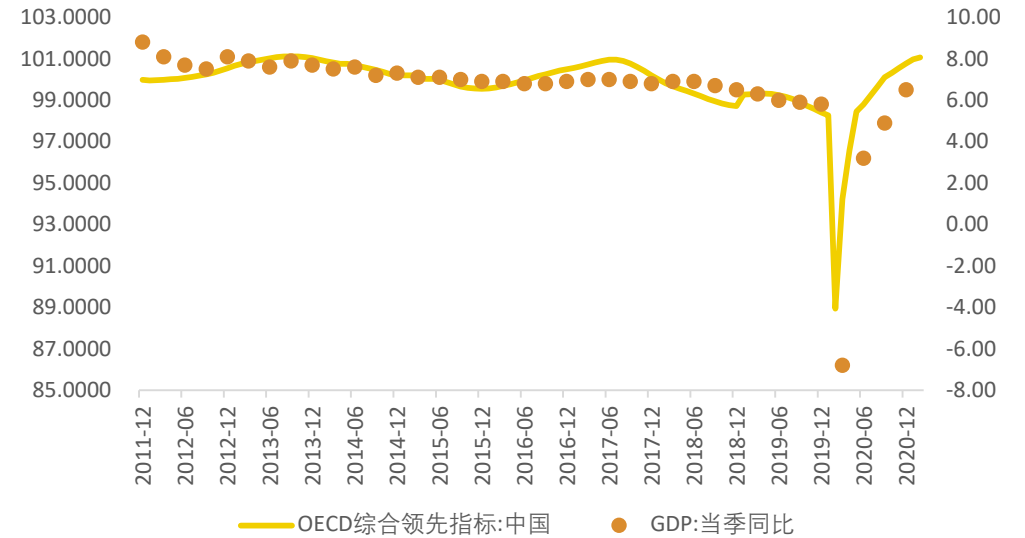




# 三、2021年2季度市场策略

## 利率市场

- 基本面，二季度**经济基本面大概率继续向好**，但受基数原因同比增长速度会下降。出口、消费和制造业投资将会是促进二季度经济增长的抓手，房地产受政策影响维持韧性，基建对冲必要性下降，大概率低速增长。价格方面，CPI受食品项影响会低位徘徊，但核心CPI会趋于上行，PPI受大宗商品大幅上行和基数效应影响会继续往上，5月份可能达到年内高点5%以上。
- 政策面，根据政府工作报告，宏观政策大基调依然以**“稳”**为主，强调政策的**连续性、稳定性、可持续性**。财政政策略超市场预期，货币政策强调**控制宏观杠杆率、货币社融增速与名义经济增速基本匹配**，显示了政策的连续性，但方向依然是向正常化收敛，速度上不过激。
- 资金面，1月底因机构银行间大量加杠杆，央行为防金融风险收紧资金面，但随着杠杆下降资金面回归正常，显示了货币政策基调依然是合理充裕。考虑到二季度信用债到期量大，预计二季度资金面大方向依然是合理充裕，不过需关注机构杠杆情况和宏观杠杆率，若杠杆增长过快需警惕临时性收缩。
- 供需面，根据二季度国债发行计划，预计单季度发行5000亿国债，地方债发行速度暂无计划，预计难于超过去年，在到期量大于去年的情况下，预计二季度净发行额较去年会有较大幅度减少。需求方面，美债收益率持续反弹会降低外资购买量，但当前国内机构仓位较低，因一季度缺少地方债发行，不少机构有大量的配置需求。

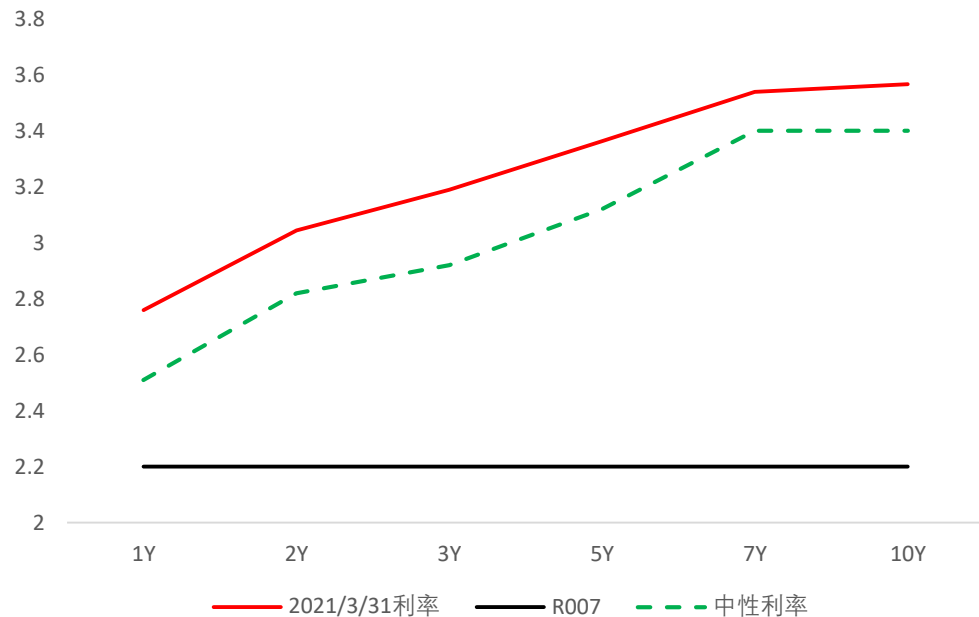


## 三、2021年2季度市场策略

### 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

- 预期二季度利率市场前期偏强运行，后期处于震荡行情或偏弱行情。我们认为基本面向好、二季度通胀加速、美债收益率上行等利空因素都在预期内，对市场影响有限，决定利率债走势的核心因素还是货币政策预期及体现出来的资金面。我们认为近期中性货币政策会延续，在二季度供给不及预期和大量配置需求的影响下前期市场会偏强运行，待曲线压缩至中性水平后会震荡或者小幅反弹。
- 预期利率曲线继续走平。我们预期央行大概率会延续当前合理充裕的资金面，短债下行幅度有限，长债则在配置需求的影响下大概率会继续下行，从而导致曲线变平。若因杠杆率提高或者通胀价格上行导致货币政策边际趋紧的话，则短端上行幅度大于长端，继续也会走平。
- 需要密切关注央行货币政策的变化，不排除因杠杆率提高或者通胀价格上涨导致货币政策边际趋紧，若货币政策真的有边际转紧的话，则债券利率可能会快速上行。



# 三、2021年2季度市场策略

## 信用市场

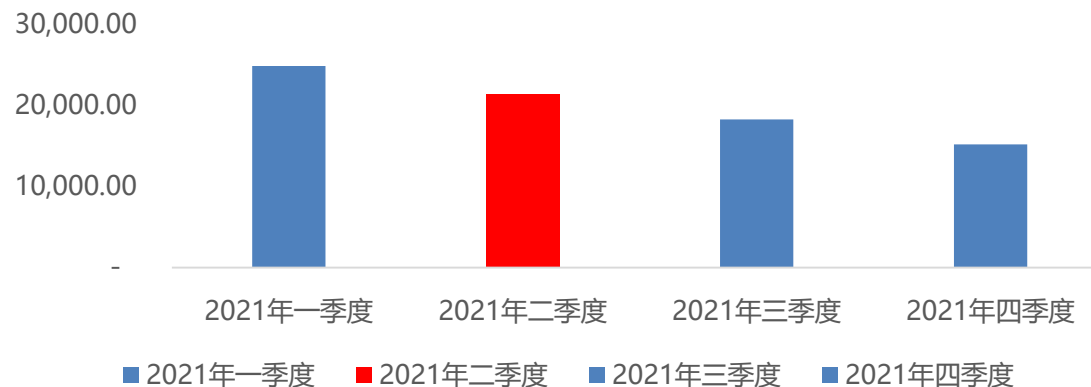
### 3、4月是信用债到期的高峰

从季度分布来看，一季度是2021年信用债到期的最高峰，金额为2.5万亿，其次是二季度，到期（含回售）信用债约2.15万亿。

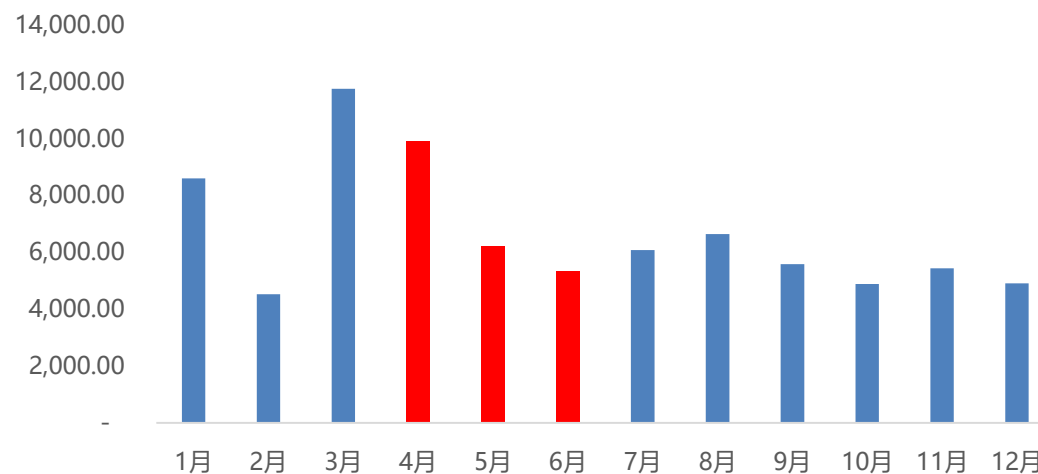
从月度数据来看，3月和4月信用债分别到期约1.2万亿和1.0万亿，是全年的高峰，过了4月之后，信用债到期金额开始显著下降，4-6月依次递减。

从目前来看，1季度信用债净融资额超过6800亿，1-2月社融也超预期增长，显示目前信用环境尚好，但不同资质、不同行业、不同区域之间再融资难度差异巨大，且3-4月社融预期将会有一定幅度的收缩，信用环境仍受到考验，因此，在4月之前，不宜过分地拉长久期与资质下沉，应以防守为主，静待时机。

2021年信用债到期季度分布



到期/回售量 (亿元)



注：信用债包括公司债、企业债、中期票据、短期融资券和定向工具

# 三、2021年2季度市场策略

## 信用市场

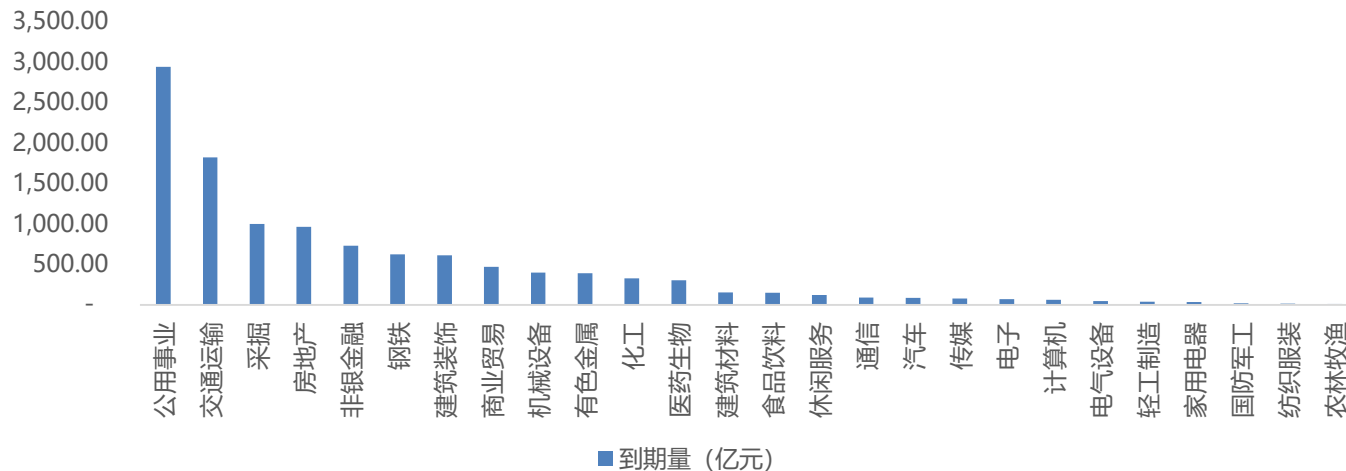
### 二季度需警惕的行业与区域

行业分布上来看，到期金额超过1000亿的行业有公用事业、交通运输、采掘、房地产。其中公用事业多以火电、水电央企为主，交通运输多以地方高速平台、机场为主，这2个行业相对风险可控，值得警惕的是采掘和房地产。

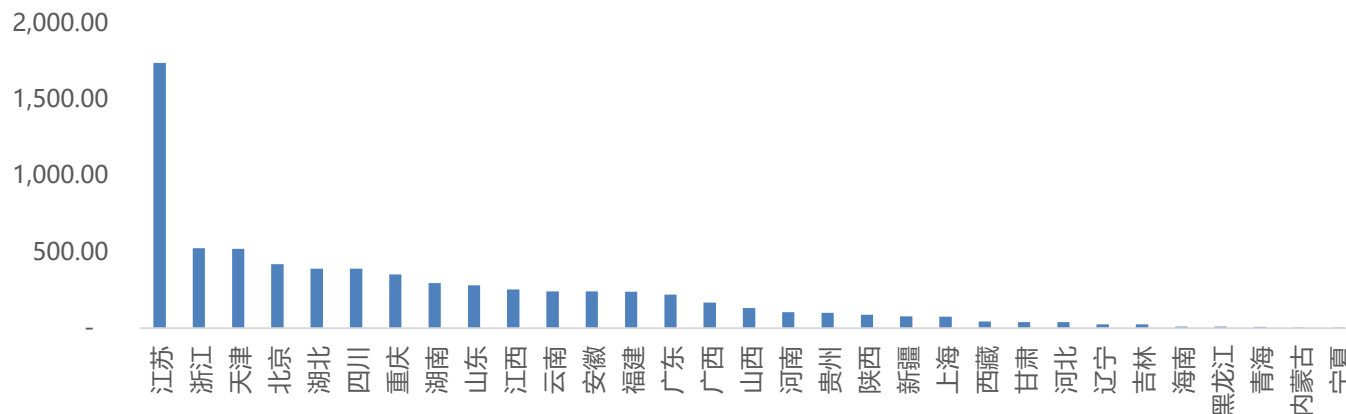
从城投债区域来看，江苏、浙江2个发债大省名列前茅，不过这两省再融资还顺畅，值得注意的是天津到期金额为520亿，位居第三，但天津1季度债券发行量大萎缩，再融资难度较大，需要警惕，湖北、四川、重庆压力也不小。

因此，产业债中的采掘、地产、城投债中的天津、四川建议谨慎。

2021年二季度分行业到期情况



2021年二季度城投债到期区域



# 三、2021年2季度市场策略

## 信用市场

### 业绩视角下的行业景气度

截至2021年3月31日，根据已公布2020年财报的上市公司，我们从现金流和利润两个维度来观测企业的基本面：

1、电子、医药生物、有色金属、计算机、国防军工、机械设备、轻工制造、非银金融、钢铁等行业受益于抗疫、海外需求、出口、工业品复苏等因素实现了利润和现金流的双重增长。

2、汽车、化工、采掘等行业虽受下游持续复苏的支撑下实现利润增长，但现金流状况仍然较弱，经营面的改善向流动性的传导需要时间，现金流偏弱的煤企、化工企业短时间内或仍要依靠外部筹资，在违约冲击和产业重组的背景下，仍需警惕信用风险。

| 行业   | 经营现金流量净额同比 (2020年, %) | 利润总额同比 (2020年, %) |
|------|-----------------------|-------------------|
| 电子   | 26.80                 | 74.04             |
| 医药生物 | 39.58                 | 69.86             |
| 有色金属 | 25.10                 | 51.01             |
| 电气设备 | -20.69                | 48.99             |
| 计算机  | 46.00                 | 48.71             |
| 国防军工 | 12.51                 | 35.44             |
| 汽车   | -23.41                | 34.08             |
| 化工   | -14.36                | 31.57             |
| 食品饮料 | -5.30                 | 26.80             |
| 机械设备 | 14.38                 | 22.05             |
| 采掘   | -31.50                | 21.74             |
| 轻工制造 | 44.84                 | 19.22             |
| 公用事业 | -1.18                 | 15.12             |
| 通信   | 12.93                 | 14.62             |
| 非银金融 | 47.65                 | 13.68             |
| 建筑材料 | 0.24                  | 13.05             |
| 休闲服务 | -79.05                | 6.87              |
| 房地产  | 123.28                | 6.55              |
| 钢铁   | 22.79                 | 4.85              |
| 建筑装饰 | 0.03                  | 0.05              |
| 家用电器 | -19.46                | -2.03             |
| 纺织服装 | -5.46                 | -10.24            |
| 交通运输 | 18.91                 | -10.39            |
| 农林牧渔 | -79.24                | -21.77            |
| 商业贸易 | -46.99                | -106.84           |

| 行业   | 19年首亏 | 20年首亏 | 变化 |
|------|-------|-------|----|
| 传媒   | 21    | 41    | 20 |
| 休闲服务 | 4     | 18    | 14 |
| 纺织服装 | 5     | 18    | 13 |
| 交通运输 | 4     | 16    | 12 |
| 采掘   | 2     | 10    | 8  |
| 电气设备 | 16    | 24    | 8  |
| 房地产  | 10    | 17    | 7  |
| 轻工制造 | 5     | 12    | 7  |
| 非银金融 | 3     | 8     | 5  |
| 商业贸易 | 6     | 11    | 5  |
| 公用事业 | 6     | 10    | 4  |
| 建筑装饰 | 9     | 13    | 4  |
| 医药生物 | 24    | 26    | 2  |
| 家用电器 | 4     | 5     | 1  |
| 通信   | 13    | 14    | 1  |
| 有色金属 | 9     | 10    | 1  |
| 综合   | 4     | 5     | 1  |
| 电子   | 19    | 19    | 0  |
| 钢铁   |       |       | 0  |
| 银行   |       |       | 0  |
| 建筑材料 | 5     | 4     | -1 |
| 农林牧渔 | 10    | 9     | -1 |
| 国防军工 | 5     | 3     | -2 |
| 汽车   | 19    | 17    | -2 |
| 化工   | 27    | 24    | -3 |
| 计算机  | 25    | 22    | -3 |
| 食品饮料 | 8     | 5     | -3 |
| 机械设备 | 36    | 30    | -6 |

注：同比数据采用整体法，按照已公布2020年财报或者发布业绩公告的上市公司统计



### 三、2021年2季度市场策略

#### 信用市场

#### 煤炭:煤价高位波动, 行业亏损仍较多

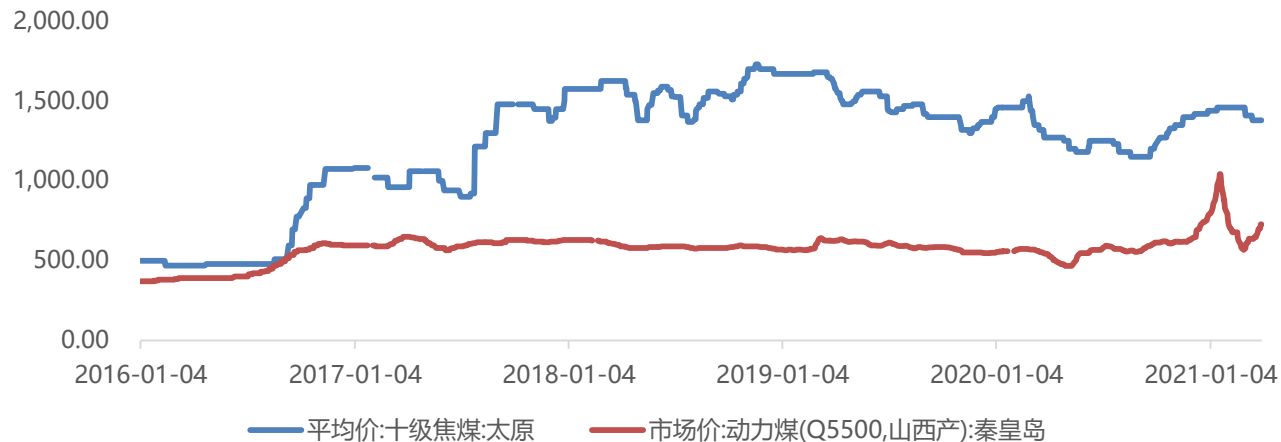
2020年11月-2021年3月, 受需求拉动影响动力煤价格从600元/吨一路向上攀升至1000元/吨, 随后又回落至600元/吨, 而焦煤价格总体保持平稳态势。

2020年3月煤炭行业亏损比例达到高峰, 为42.9%, 2020年末回落至32.98%, 有所缓和。

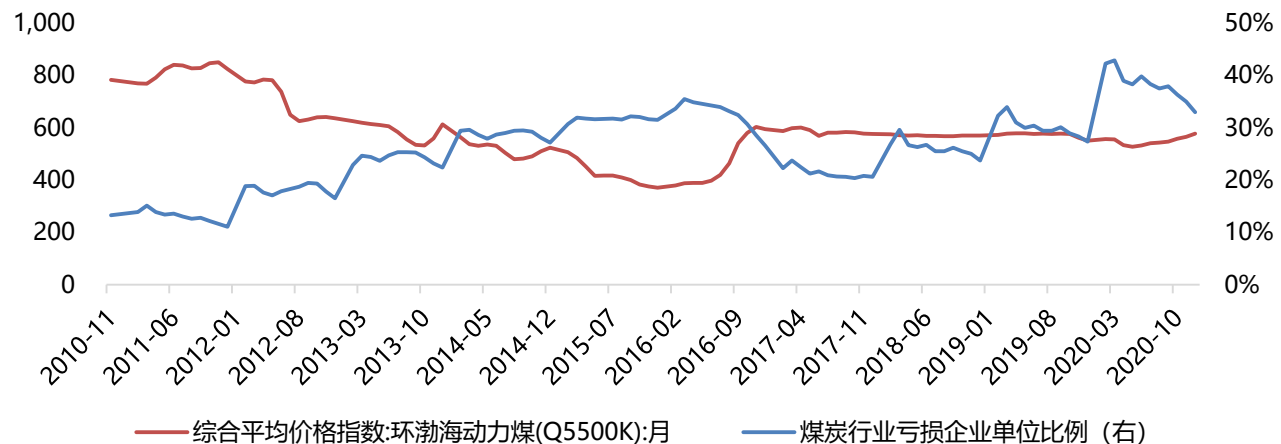
综合来看, 今年煤炭供需结构有望改善, 煤炭短期需求向好, 但在碳中和背景下, 长期需求受到压制, 现金流偏弱的煤企短时间内或仍要依靠外部筹资。

目前市场对于煤炭债的投资仍偏谨慎, 核心仍然源于煤炭企业历史包袱过重, 负债率高, 盈利没有大幅改变, 且未来到期量巨大, 市场怀疑弱资质企业的再融资能力。结构上看, 山西、山东等地区的煤企整合不断推进, 重组之后煤企区域定位可能发生改变, 资质分化或有进一步加剧的趋势, 尾部风险需要重点提防。

2020年以来煤价上行, 波动加大



煤炭行业亏损比例依旧较高



# 三、2021年2季度市场策略

## 信用市场

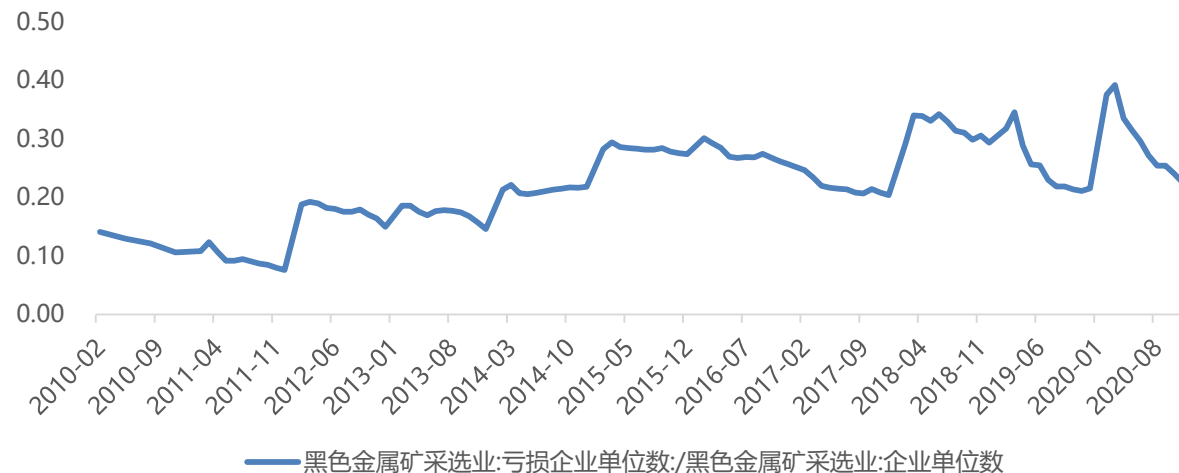
### 钢铁:铁矿石高位运行, 钢企基本面优于煤企

在通胀预期、供给和运力缺口、大宗商品价格走强的背景下, 铁矿石价格从2020年3月低点已上涨约80%, 虽然库存已经创新高, 但价格仍维持在高位, 铁矿石高位运行对钢企利润构成不利影响。

受碳中和背景、环保政策收紧叠加工信部强调控制钢铁新增产量, 行业供给可能有限, 供求基本面对钢价形成支撑, 后续需要关注钢铁限产的实际执行情况。

目前钢企亏损占比与16年供给侧改革之后相当, 亏损比优于煤炭行业, 同时钢企现金流也好于煤炭企业。

2020年以来全国亏损钢厂占比下降



铁矿石价格攀升侵蚀钢厂利润



# 三、2021年2季度市场策略

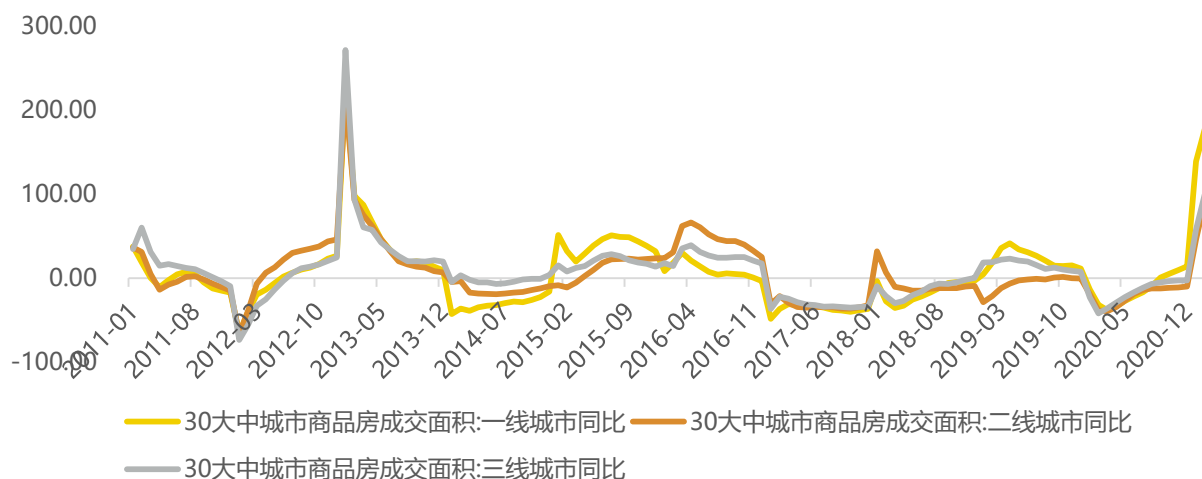
## 信用市场

### 房地产:销售有韧性, 关注稳健经营房企

2020年3月以来, 地产销售复苏强劲, 2021年2月一线城市商品房销售面积累计同比增速达到177.11%, 一部分原因是去年低基数造成的。

三道红线监管下, 头部房企强者恒强, 中小房企弯道超车难度加大, 低杠杆的大型房企值得配置。

地产销售有韧性



| 发行人中文名称          | 剔除预售账款之后的负债率 | 净负债率    | 现金短债比 | 踩线情况 |
|------------------|--------------|---------|-------|------|
| 中海企业发展集团有限公司     | 68.21%       | 37.63%  | 2.30  | 0    |
| 上海世茂股份有限公司       | 65.15%       | 23.02%  | 2.45  | 0    |
| 金地(集团)股份有限公司     | 69.91%       | 73.76%  | 1.00  | 0    |
| 重庆龙湖企业拓展有限公司     | 52.71%       | 22.87%  | 13.47 | 0    |
| 融信(福建)投资集团有限公司   | 64.76%       | 57.25%  | 1.12  | 0    |
| 旭辉集团股份有限公司       | 68.63%       | 46.63%  | 3.34  | 0    |
| 上海宝龙实业发展(集团)有限公司 | 66.47%       | 55.75%  | 1.42  | 0    |
| 保利发展控股集团股份有限公司   | 67.03%       | 83.42%  | 1.28  | 0    |
| 万科企业股份有限公司       | 74.20%       | 53.53%  | 1.22  | 1    |
| 招商局蛇口工业区控股股份有限公司 | 59.11%       | 51.33%  | 0.70  | 1    |
| 新城控股集团股份有限公司     | 77.69%       | 82.28%  | 1.05  | 1    |
| 美的置业集团有限公司       | 75.77%       | 65.30%  | 2.61  | 1    |
| 杭州滨江房产集团股份有限公司   | 69.76%       | 115.14% | 1.01  | 1    |
| 绿城房地产集团有限公司      | 73.86%       | 70.12%  | 1.88  | 1    |
| 碧桂园地产集团有限公司      | 81.95%       | -9.97%  | 3.82  | 1    |
| 华润置地控股有限公司       | 76.92%       | -9.71%  | 6.94  | 1    |
| 深圳市龙光控股有限公司      | 72.44%       | 56.54%  | 1.24  | 1    |
| 中国金茂(集团)有限公司     | 38.24%       | 39.21%  | 0.27  | 1    |
| 中交房地产集团有限公司      | 76.79%       | 126.67% | 1.32  | 2    |
| 广州珠江实业集团有限公司     | 69.94%       | 118.80% | 0.72  | 2    |
| 阳光城集团股份有限公司      | 79.21%       | 113.22% | 1.43  | 2    |
| 建发房地产集团有限公司      | 72.42%       | 109.61% | 1.38  | 2    |
| 四川蓝光发展股份有限公司     | 70.58%       | 97.69%  | 0.81  | 2    |
| 中交地产股份有限公司       | 84.69%       | 241.58% | 1.31  | 2    |
| 金科地产集团股份有限公司     | 72.71%       | 112.23% | 1.02  | 2    |
| 荣盛房地产发展股份有限公司    | 75.26%       | 98.91%  | 0.88  | 2    |
| 首创置业股份有限公司       | 75.01%       | 164.03% | 1.16  | 2    |
| 福建阳光集团有限公司       | 78.76%       | 121.89% | 1.14  | 2    |
| 广州富力地产股份有限公司     | 78.56%       | 206.95% | 0.37  | 3    |
| 绿地控股集团有限公司       | 81.44%       | 180.71% | 0.70  | 3    |
| 北京首都开发股份有限公司     | 75.35%       | 189.69% | 0.72  | 3    |
| 珠海华发实业股份有限公司     | 78.54%       | 189.33% | 0.77  | 3    |
| 江苏中南建设集团股份有限公司   | 82.51%       | 171.35% | 0.76  | 3    |
| 中国电建地产集团有限公司     | 71.60%       | 134.86% | 0.89  | 3    |
| 金融街控股股份有限公司      | 74.58%       | 195.84% | 0.55  | 3    |
| 融创房地产集团有限公司      | 79.92%       | 104.08% | 0.91  | 3    |
| 中国铁建房地产集团有限公司    | 81.42%       | 300.21% | 0.31  | 3    |

注: 根据2020年三季度财务数据统计

数据来源: Wind, 蜂巢基金

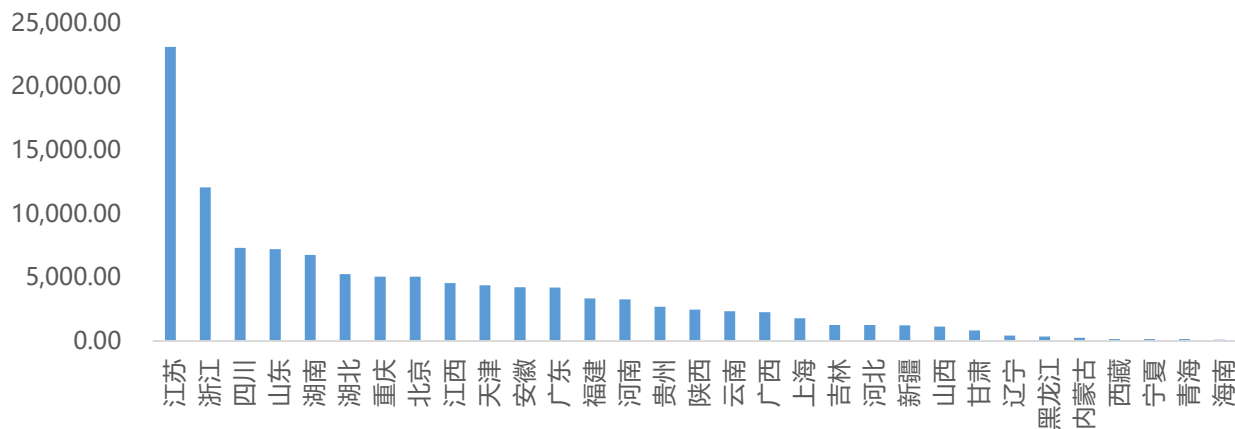
# 三、2021年2季度市场策略

## 信用市场

### 城投:发行区域分化, 需警惕尾部风险

从2021年1-3月城投债发行量来看, 除去部分省本身存量债比较少以外, 河南、云南、天津、河北等地城投债发行量大幅减少, 主要系当地发生了信用风险事件所致, 因此在二季度需警惕这些区域的城投再融资风险。

城投债存量 (亿)



注: 城投债存量为截至2021年3月31日

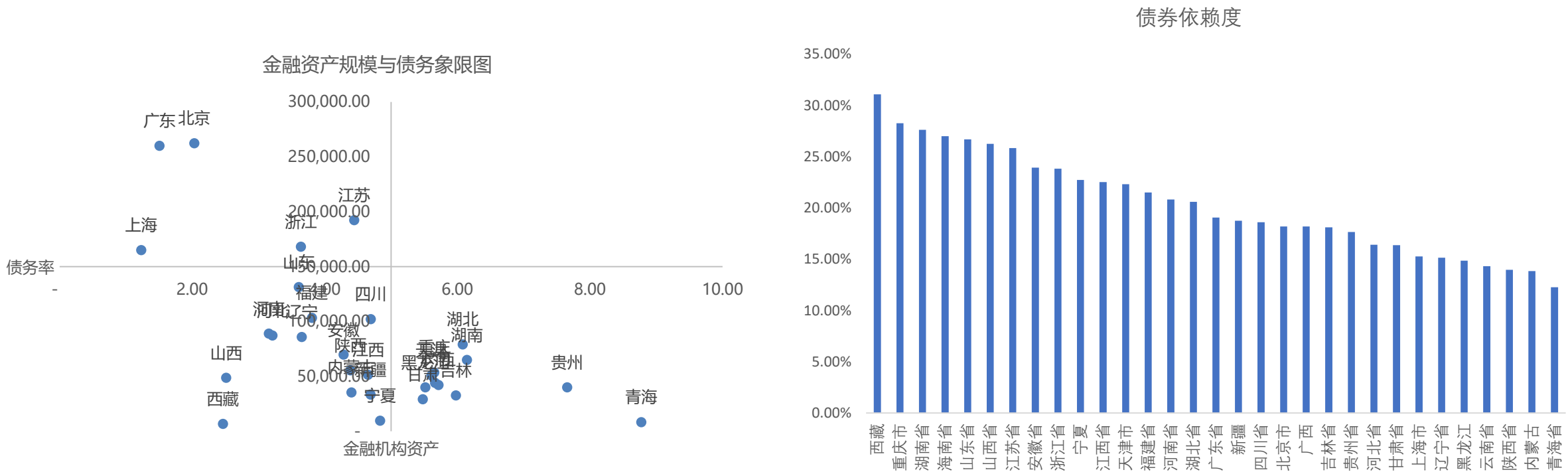
| 区域       | 20Q1发行量  | 21Q1发行量  | 变化率     |
|----------|----------|----------|---------|
| 宁夏回族自治区  | 36.40    | 3.80     | -89.56% |
| 河南省      | 280.90   | 92.90    | -66.93% |
| 云南省      | 303.30   | 121.10   | -60.07% |
| 内蒙古自治区   | 40.00    | 20.00    | -50.00% |
| 青海省      | 6.00     | 4.75     | -20.83% |
| 河北省      | 126.50   | 111.50   | -11.86% |
| 北京       | 509.00   | 449.10   | -11.77% |
| 天津       | 389.50   | 368.90   | -5.29%  |
| 湖北省      | 448.60   | 586.90   | 30.83%  |
| 广西壮族自治区  | 207.10   | 274.38   | 32.49%  |
| 上海       | 117.90   | 157.50   | 33.59%  |
| 甘肃省      | 50.50    | 68.00    | 34.65%  |
| 新疆维吾尔自治区 | 100.00   | 142.20   | 42.20%  |
| 重庆       | 327.44   | 518.85   | 58.46%  |
| 辽宁省      | 5.00     | 8.20     | 64.00%  |
| 山西省      | 87.50    | 144.50   | 65.14%  |
| 山东省      | 542.17   | 914.50   | 68.67%  |
| 安徽省      | 404.10   | 682.35   | 68.86%  |
| 贵州省      | 110.10   | 192.14   | 74.51%  |
| 陕西省      | 144.50   | 255.10   | 76.54%  |
| 福建省      | 262.15   | 464.50   | 77.19%  |
| 江苏省      | 2,199.79 | 4,011.17 | 82.34%  |
| 西藏自治区    | -        | 30.00    | 100.00% |
| 广东省      | 290.50   | 612.00   | 110.67% |
| 浙江省      | 931.40   | 1,985.50 | 113.17% |
| 四川省      | 412.24   | 887.40   | 115.26% |
| 湖南省      | 359.07   | 811.15   | 125.90% |
| 江西省      | 347.80   | 799.95   | 130.00% |
| 吉林省      | 23.00    | 74.16    | 222.43% |

### 三、2021年2季度市场策略

#### 基于金融资源禀赋和城投债依赖度下的择券思路

从金融资源来看，江苏与浙江违约风险相对更低。除了拥有稳定的债务化解计划去应对债务压力外，江浙区域内可调动的金融资源更多，进行债务偿还的调度效率高。当省内银行资源丰富时，隐性债务置换压力可以由不同银行、国企交叉平滑，通过借新还旧、展期等偿还，因此技术性违约乃至实质性违约可能性大幅降低。

债务市场依赖度高意味着债券市场融资对当地经济发展的重要性较高，其一旦违约，则后果更加严重，对区域信用与经济发展冲击更大，因此对债券市场将更加重视，但这同时也意味着当债市产生挤兑一级发行受阻时，再融资难度也会持续增大，对债券依赖度高且发行难度增加的湖南省、山西需要关注。



注：城投依赖度=20年城投债/(20年城投债+20年地方债)，金融资产规模为19年末，债务率=(20年城投债+20年地方债)/20年一般预算收入



# 三、2021年2季度市场策略

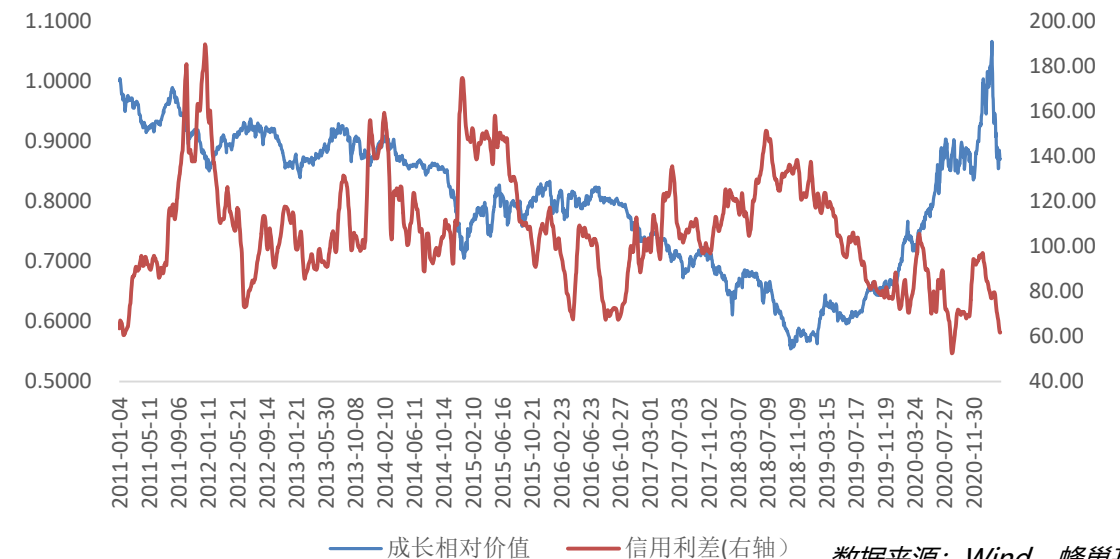
## 权益市场

1季度权益市场的大跌，体现出了对流动性收紧的反应，以及“抱团股”过高估值修正途中风格的切换。

以国证价值和国证成长作为价值和成长股票的代表指数，回顾历史可见，最近10年间，直到2018年，成长指数相对价值指数持续跑输，而2019年年初到今年春节前的2年极端行情，则让成长指数仅用2年时间就收复8年失地。

从历史上看，成长跑赢价值并不一定在降息周期，而更与**信用利差**的走势相关，2015年-2016年信用利差持续下行，中小企业融资活跃，成长相对价值小幅跑赢，而2019年以来，信用利差同样持续下行，成长相对价值大幅回升。

目前信用利差仍然处于低位，但从债市分析来看，今年信用环境仍然承压，信用风险不可低估，信用利差后续有走阔的压力，我们认为后续市场整体风格将仍然偏向价值。



### 三、2021年2季度市场策略

#### 权益市场

总量层面，蜂巢股债轮动模型建议股票仓位仍然维持低位，目前市场在大幅下跌后风险得到部分释放，但仍处于震荡寻底阶段，策略仍然需要谨慎，等待新机会的孕育。

行业选择上，当前处于盈利向上而信用环境有压力的时期，高估值板块会受到明显的负面影响。建议关注盈利良好，估值较低的行业，如公用事业、机械设备、交运、有色、钢铁、银行、建筑装饰、建材等。同时建议对前期高估值板块保持跟踪，一旦估值跌入合理区间时依然值得参与，如白酒、医药、新能源光伏及汽车等。



# 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  
蜂巢基金最新消息

© 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