

报告摘要

2021 年一季度 A 股市场展望与投资策略

2020 年四季度以来，顺周期行情回暖，与之相关的多项商品价格创年内新高，引发市场关于顺周期行情能否持续的讨论。考察典型顺周期行业起涨时间，本轮行情存在明显的从下游消费端到中游加工制造端再到上游原材料端传导的轮动次序，2020 年消费端一、二季度开始上涨，中游行业 2020 年二季度末三季度初开始上涨，原材料相关行业 2020 年四季度才有明显涨幅。且上游原材料相关行业上涨与相关商品品种上涨时间基本一致，体现实体经济向好，对原材料需求增加，顺周期板块的上行存在基本面支撑，并非完全出于短期交易因素驱动，所以顺周期的行情仍可能在 2021 年一季度延续。

展望未来，看好科技类的大机会。主要有两条主线：第一，我国相对较弱的环节，如自主可控，芯片等。发达国家对我国高端技术的封锁可能会持续下去，以半导体为代表的高端科技，是我国不得不突破的课题。这里会孕育大量国产崛起的机会，但我们也要警惕过度投资、鱼龙混杂的风险。第二，我国实力较强的环节，如光伏、风电、电动车等。碳中和是未来人类发展的确定方向，在这个大赛道下，我国在光伏、风电和电动车几个行业都有较强的竞争力，未来我国会不断强化优势，在这个全球大趋势下争夺更多的行业利润。

2021 年一季度港股市场展望与投资策略

在国内经济持续复苏下，2020 年四季度以来以顺周期板块为主的银行、汽车、有色等板块在港股录得明显超额收益，国内经济已呈现出快速修复之势，高频数据中全国发电量和货运量都出现了明显回暖，其中 2020 年 10 月上旬全国全口径发电量创下了今年以来新高，固定资产投资中房地产和基建投资的增速也加速回暖，尽管外需压力持续，但整体经济运行在 2020 年四季度继续好转。各种利好因素仍将促港股短期利好，2021 年一季度估值仍有继续修复的可能性。此外更多的中概股和新经济企业将陆续回归港股和新上市，预计会有更多的南下资金持续流入并持有一批优质的中资公司，并逐渐和海外扰动因素脱钩，港股在长期投资趋势下，目前在底部的概率或已相当大。

展望 2021 年一季度，顺周期板块仍然具备非常强的配置价值，其中以有色、周期、保险等配置价值最大。而现在至明年三月中处于经济数据真空期，市场无法证伪经济反弹韧性，所以未来大概率会有顺周期的跨年行情或春季躁动行情，板块配置可能向地产、建筑、机械等扩展。若明年 3 月公布经济恢复低于预期或被证伪，那顺周期行情或将结束。而餐饮、纺服、乳制品、啤酒和互联网及新能源汽车是可以较长期持有的配置。明年一季度至三季度，如货币及财政政策因通胀过热而收紧，届时企业盈利周期内见顶，市场可能面临大幅回调压力。

2021 年一季度债券市场展望与投资策略

我国债市跟随经济波动呈现明显的周期性特征，但当前基本面拐点未至。结合领先指标、高频指标、以及利率水平来看，当前债市拐点仍未到来。参考以往债券熊市利率的调整幅度和持续时间，也显示本轮债熊结束或还欠缺火候。预计明年利率先上后下，债熊持续至明年二季度，对应十年期国债收益率在明年上半年或最高回升至 3.5%，2021 年上半年仍以票息策略为主，并逐步关注 2021 年下半年利率下行的机会。

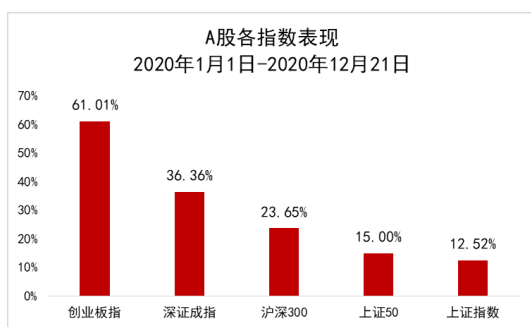
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2020年市场回顾

整体涨幅明显，结构有所分化

A股市场整体涨幅明显，结构有所分化。分阶段来看，上半年涨幅明显，下半年宽幅震荡。分行业来看，行业大多上涨，食品饮料、新能源强势领涨，医药走势紧随疫情逻辑；从风格来看，上半年的强复苏逻辑，推升了消费和成长股上行，四季度复苏速度逐步走弱，市场切换到金融和周期板块，结构分化。

2020年1季度，A股由于在国内“新型冠状病毒肺炎”的影响下，企业经历了推迟复工时间，资本市场也经历了大幅震荡。另一方面，流动性宽松推动了市场上行，下半年A股逻辑切换为盈利修复叠加信用收缩，降低了收益预期。公司营业收入、归母净利润持续修复，制造业营收增速修复最快，周期行业三季度净利润修复提速，行业三季度ROE回升快于融资成本，制造业有扩产动能。

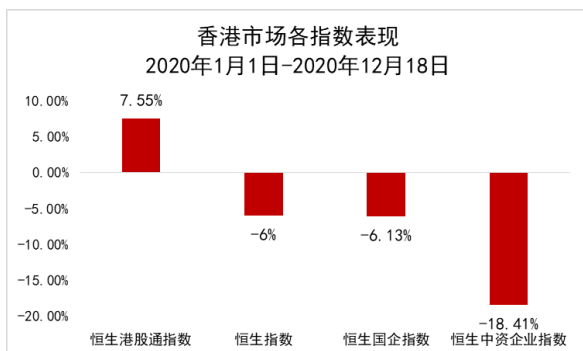


资料来源：Wind，恒生前海基金

港股市场触底反弹

香港市场作为外资流入的重要渠道，银行同业市场的流动资金余额较年初增长近10倍，港币与美元的利差也大幅下降。只是这些流动性并没有很快流入股市，2020年大部分时间港股跑输全球股市，跑输的直接原因是低估值。港股与美国、欧洲和日本的P/E估值差距上升到历史最高。即使扣除了无风险利率的影响，港股与这几个市场的估值差距也处在近期较高的水平。

截至12月18日，2020年香港的成长股表现要好于价值股26个百分点，但港股成长股表现弱于新兴市场成长股超12个百分点。最近一个月市场风格有所调整，价值股表现开始强于成长股，主要集中于医疗、金融、能源等。随着新冠疫苗上市，全球经济复苏加快，港股资金容纳性及估值性价比将逐步体现。



资料来源：Wind，恒生前海基金

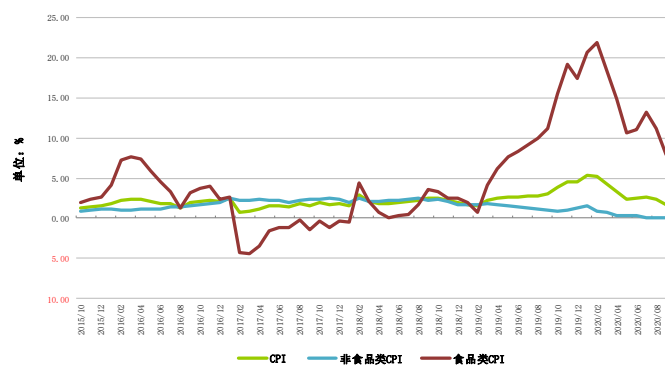
中国宏观经济面回顾

经济基本面

经济复苏有望延续至明年上半年，预计明年政府债发行量难以超越今年，因此基建投资回升力度或较为有限；地产融资或收严，但受益于居民贷款仍有支撑+城市化红利仍存+因城施策+城市化的推进/都市圈的建设，预计明年地产增速或将保持韧性；明年经济增长主动源于制造业和消费。具体来看，需求回升、盈利改善、库存由被动去转为主动补，制造业投资增长动力仍强；出行回升空间大、就业持续改善、收入与消费缺口较大等多因素助力消费提速。

通胀方面

2020年8月份以来猪肉价格明显下降，生猪存栏、生猪出栏大幅回升，猪肉供需矛盾持续缓解下猪价或继续下跌，但核心CPI抬升，通胀风险仍有可能再度升温。当前经济复苏延续，加上全球货币明显超发，明年核心CPI和PPI趋于回升，通胀风险未消，关注货币收紧风险。



资料来源：Wind，恒生前海基金

货币政策方面

今年10月央行首次重提货币“闸门”，此次重提闸门滞后于货币边际收紧和债市下跌，或意在表态货币较难转松，确认货币正常化。短期内政策收紧仍缺乏基本面支持，考虑到明年二季度通胀风险未消，则仍需关注货币收紧风险。

2021 年一季度权益市场展望与策略

A 股市场

2020 年四季度以来，顺周期行情回暖，与之相关的多项商品价格创年内新高，引发市场关于顺周期行情能否持续的讨论。考察典型顺周期行业起涨时间，本轮行情存在明显的从下游消费端到中游加工制造端再到上游原材料端传导的轮动次序，消费端 2020 年一季度开始上涨，中游行业 2020 年二季度末三季度初开始上涨，原材料相关行业 2020 年四季度才有明显涨幅。且上游原材料相关行业上涨与相关商品品种上涨时间基本一致，体现实体经济向好，对原材料需求增加，顺周期板块的上行存在基本面支撑，并非完全出于短期交易因素驱动，所以顺周期的行情仍可能在 21 年一季度延续。

展望未来，看好科技类的大机会。主要有两条主线：第一，我国相对较弱的环节，如自主可控，芯片等。发达国家对我国高端技术的封锁可能会持续下去，以半导体为代表的高端科技，是我国不得不突破的课题。这里会孕育出大量国产崛起的机会，但我们也要警惕过度投资、鱼龙混杂的风险。第二，我国实力较强的环节，如光伏、风电、电动车等。碳中和是未来人类发展的确定方向，在这个大赛道下，我国在光伏、风电和电动车几个行业都有较强的竞争力，未来我国会不断强化优势，在这个全球大趋势下争夺更多的行业利润。

港股市场

在国内经济持续复苏下，2020 年四季度以来以顺周期板块为主的银行、汽车、有色等板块在港股录得明显超额收益，国内经济已呈现出快速修复之势，高频数据中全国发电量和货运量都出现了明显回暖，其中 2020 年 10 月上旬全国全口径发电量创下了今年以来新高，固定资产投资中房地产和基建投资的增速也加速回暖，尽管外需压力持续，但整体经济运行在 2020 年四季度继续好转。各种利好因素仍将促港股短期利好，2021 年一季度估值仍有继续修复的可能性。此外更多的中概股和新经济企业将在四季度回归港股和新上市，预计会有更多的南下资金持续流入并持有一批优质的中资公司，并逐渐和海外扰动因素脱钩，港股在长期投资趋势下，目前在底部的概率或已相当大。

展望 2021 年一季度，顺周期板块仍然具备非常强的配置价值，其中以有色、周期、保险等配置价值最大。而现在至明年三月中旬处于经济数据真空期，市场无法证伪经济反弹韧性，所以我们判断未来或会有顺周期的跨年行情或春季躁动行情，板块配置可能向地产、建筑、机械等扩展。若明年 3 月公布经济恢复低于预期或被证伪，那顺周期行情结束。而餐饮、纺服、乳制品、啤酒和互联网及新能源汽车是我们认为可以较长期持有的配置。在明年一季度至三季度，如货币及财政政策因通胀过热而收紧，届时企业盈利周期内见顶，市场可能面临大幅回调压力。

两地看好的板块及原因

关注行业	看好原因
计算机	“十四五”规划科技被放入第一章，占据了“我国现代化建设全局中的核心地位”，是“国家发展的战略支撑”，重视程度空前。计算机板块方面，高景气细分领域值得持续关注，如 5G、物联网（车联网）、人工智能、云计算等，龙头企业的业绩有望加速兑现。“十四五”规划建议中，“安全”二字更是被提及多达 66 次，信息安全和信创领域有望成为未来五年的投入重点。
电子	5G 换机大幕开启，TWS、VR/AR、智能汽车等 AIOT 的涌现将显著推动供需改善局面向产业链上游半导体以及显示产业链传导并放大。因而，投资角度将聚焦四个角度：1) 5G 推动换机周期下智能手机销售恢复，以及潜在创新点，比如镜头升级；2) 苹果产业链垂直整合；3) 半导体国产化替代继续推动；4) 电子周期品价格继续上涨，比如覆铜板、面板等。
医药	随着一致性评价、药品集采、创新药医保谈判、耗材集采、以及 DRGS 等重磅政策逐步落地推出，医改进入深水区，“确定性+创新”是当下投资主线。过去一年行业基本面变化较大，主要波动来自于新冠疫情影响，随着疫苗有效获批，预计新冠疫情的负面影响将逐步褪去，行业基本面趋势也逐渐清晰。在新的格局背景下，寻找基本面的壁垒+确定性增长是首选，消费、创新、制造三条主线将延续，本土、出海两个维度层层突破。

2021 年一季度债券市场展望与策略

信用风波下利差走阔：

1) 违约冲击市场信仰，信用债市场整体调整。受永煤违约风波影响，市场收益率和利差双双上行，弱资质主体信用风险溢价明显走阔。中低等级信用利差上行幅度更大，信用分层加剧。

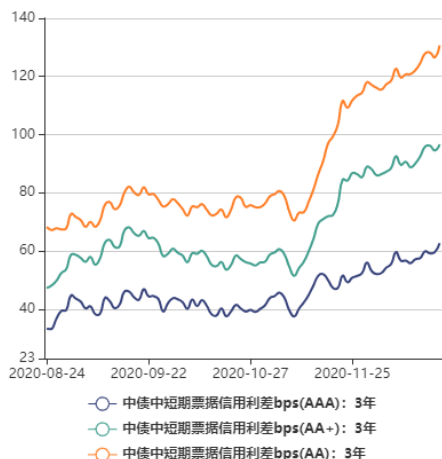
2) 债市一级融资前松后弱，近期市场投资情绪不佳，一级市场取消发行增多。今年 1-11 月信用债净融资额超过 3.1 万亿，同比增加 1.82 万亿。但近期市场调整下净融资缩减明显，年末到期压力下 11 月净融资额自 2018 年 9 月以来首次转负。11 月 10 日-24 日共有 81 只债券取消或推迟发行，涉及规模 684.5 亿元。取消发行主体大多为地方国企，债券多为弱资质的产业债和城投债，增加了整体的再融资风险。

拒绝标签化，回归个体信用：

1) 利差再下空间已然不大。从利差的绝对水平看，目前 3 年期以下久期品种利差仍低，展望明年上半年，利差中枢再下的可能性不大。

2) 信用债投资偏谨慎，行稳方能致远。城投债今年王者归来，中短期仍是安全品种，各地防控债务风险的能力差异较大，市场对区域的区分度也在拉大，建议可在“好地区”适度保持下沉挖掘收益，同时防范“尾部”风险。

地产分档控制债务增速的思路下，行业逻辑发生改变，房企间分化会再度拉大，关注企业降杠杆效果。经济仍处在修复过程中，这一过程或延续至 2021 年上半年，民企债整体情绪的拐点在年内到来的可能性较小，还需耐心等待明年配置机会，短期可轻配经营表现好、就业贡献大的行业龙头，久期不宜过长；而关于国企产业债的风险，是近期市场关注的焦点，边缘国企信仰的弱化与僵尸企业的逐步出清已经开始，投资应避免盲目标签化，回归主体信用研究。



资料来源：Wind，恒生前海基金

(此处为文章结尾)