

## 报告摘要

### 国内宏观经济基本面回顾及展望

- 三季度固定资产投资增速持续回落,对基建投资的逆周期对冲需求加大;
- 中美贸易摩擦升级、新兴市场危机蔓延进一步影响外需,出口面临挑战,PMI显示新订单萎缩;
- 食品价格上涨推高CPI,通胀整体温和;
- 宽货币紧信用状况有望逐步改善。

### 海外宏观经济回顾及展望

继7月初,美国对中国价值340亿美元的商品启动关税保护后,第二批价值160亿美元的产品清单于8月落地,9月17日又宣布将对价值2000亿美元的中国商品清单加征10%关税,于9月24日生效,称给与美国企业一段供应链调整期后,将从2019年1月1日其提升关税加征比例至25%。

与此同时,据媒体报道,美国总统称在此之外,还可能对另外价值2670亿美元的中国产品加征关税,即对中国出口美国的所有商品全面加征关税。美国中期选举结束有可能使中美贸易摩擦暂告段落,但我们认为中美博弈是更复杂的长期问题。关税加征会对中国出口和经济增速带来负面压力,同时也有可能倒逼中国推进经济转型、产业升级和改革开放。

近期新兴市场风险显著提升。自二季度以来,部分新兴市场国家,如阿根廷、南非、巴西等,汇率大幅贬值,至三季度土耳其政局动荡和经济危机,汇率大跌,再度引发新兴市场货币贬值的共振。究其原因,这几个国家都具有外债高企,并且外债余额远超外汇储备,国际收支恶化,同时国内货币超发引发高通胀,预计美元指数年末强势不减,对新兴市场整体冲击依旧存在。

### 4季度A股市场展望投资策略

站在目前时点,我们认为自一月底以来的市场持续回调,诸多市场担忧和风险厌恶情绪,包括对中国经济前景的展望、中美贸易摩擦持续升级以及新兴市场危机蔓延的不确定性等,已经得到了阶段性体现。展望四季度,基于各种因素的潜在边际变化,及国内外错综复杂的形式,我们认为四季度指数或延续9月一波三折的反弹,但在宏观数据企稳之前尚无法确立趋势,市场将呈区间震荡走势。

在板块配置上强调攻守兼备,坚持基本面为先的长期投资策略,注重估值的安全边际。进行两个维度的布局:利用市场回调机会布局优质个股,有选择性参与有近期政策支撑的反弹机会。

### 4季度港股市场投资策略

展望四季度,与A股逻辑相同,近期政策的边际变化有助于改善前期悲观的市场情绪。但因贸易战和宏观经济企稳仍有不确定性,上市公司盈利增速仍可在下滑,我们判断港股市场将持续震荡走势。

投资策略上,在市场波动中坚持基本面为先的长期投资策略,善用市场回调机会,关注几个维度的投资机会: 1) 具有安全边际的价值股; 2) 具备成长性且估值回归合理区间的优质龙头; 3) 择机参与稳增长政策下潜在受益的板块。

相对而言,对于估值偏高、业绩可能低于预期,或有较大政策风险的板块及个股持谨慎态度。

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。

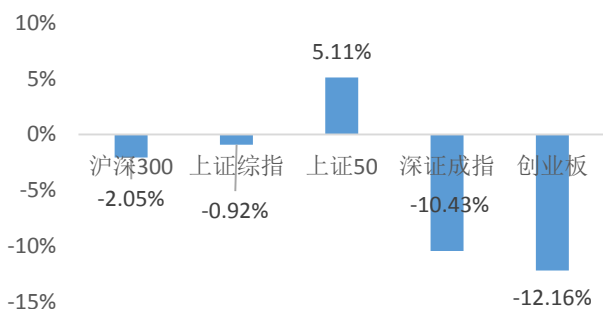
## 2018年3季度A股、港股市场回顾

### A股市场持续震荡寻底，板块表现分化明显

年初至今A股走势一波三折。短暂春季躁动行情过后，市场自1月末高点开始调整，银行地产等大盘股急速获利回吐，热点切换到前期调整相对更充分的中小创。进入二季度，中兴事件引发对中美贸易摩擦的担忧，风险偏好降低。随着资管新规落地，信用风险事件频出，信用利差走扩，股权质押风险上升，市场回调开始，创业板领跌，回吐之前涨幅，但部分结构性行情，如医药、消费等，仍有不错表现，白马蓝筹估值已经充分。

进入三季度，A股市场持续面对内外因素扰动。中美贸易争端逐渐恶化，关税清单落实，新兴市场债务危机蔓延，市场情绪偏于谨慎。金融去杠杆引发新增社融大幅低于预期，表外融资大幅下降，银行信贷又受制于银行放贷意愿和市场贷款需求，尽管货币政策转向合理充裕，但信用紧张。宏观数据疲弱，市场对经济和企业盈利的预期下降。市场延续了6月上旬以来的跌势，持续震荡寻底，板块表现分化明显。

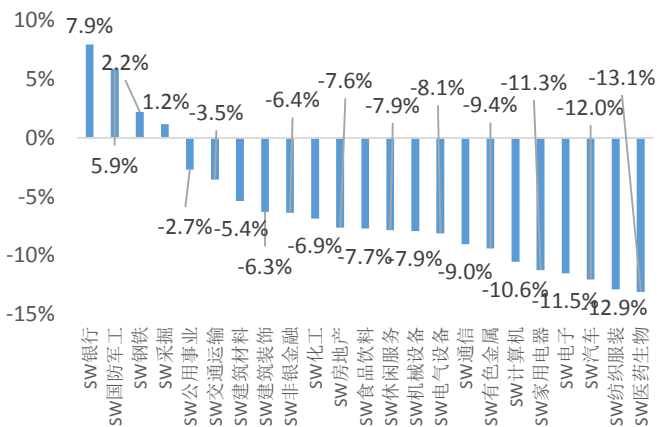
图表 1：18年3季度A股市场表现



资料来源：Wind，截至2018.9.30，恒生前海基金

大金融、上游周期板块因有业绩支撑，表现领先，前期强势板块出现急剧回调。医药板块一直坚挺，估值处于高位。7月份的疫苗造假事件引发该板块的整体回调，9月国家医保局牵头的主要城市仿制药带量采购启动，进一步引发市场对药品价格下降压力的担忧。在宏观经济放缓的背景下，消费板块整体缺少亮点和超预期因素，且细分板块分化明显，股价表现落后。

图表 2：2018年2季度A股申万主要行业指数表现



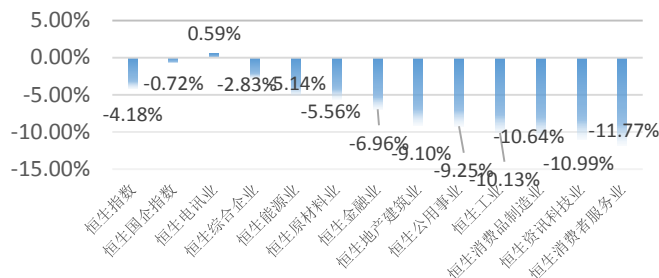
资料来源：Wind，截至2018.9.30，恒生前海基金

### 港股市场波动性加大

除宏观经济、中美贸易战等影响A股市场的因素外，随着新兴市场市场危机蔓延，国际资本流出新兴市场也对香港市场造成卖出压力。三季度恒生指数下跌4.18%，国企指数下跌0.72%。

因主要股票业绩不达预期，以及智能手机产业链景气度影响，港股科技板块回调较深。宏观经济不振传导至消费，汽车零售量连月同比下滑，博彩收入不达预期，商贸零售走低，拉低整体消费板块。与A股相同，受到疫苗事件及带量采购事件影响，医药板块遭遇抛售。因油价坚挺，能源板块涨幅领先。5G预期，加上本身良好的防御性，电信板块在三季度也录得正回报。

图表 3：2018年3季度港股市场表现



资料来源：Wind，截至2018.9.30，恒生前海基金

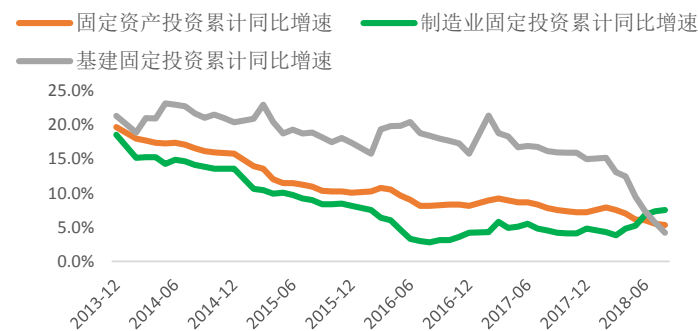
## 对中国宏观经济基本面的回顾和展望

### 三季度固定资产投资增速持续回落，对基建投资的逆周期对冲需求加大

根据国家统计局数据，2018年三季度以来固定资产投资累计同比增速进一步放缓，从2018年5月的6.1%回落至8月的5.3%，创1999年以来的新低。其中，基建固定投资的累计同比增速从2018年5月的9.4%下滑至4.2%，单月数据连续同比回落，仍未有企稳迹象，是拖累整体固定资产投资增速的主要因素，多归因于地方债务清理、PPP收紧等政策的惯性影响。

7月底政治局会议和国常会明确了下半年积极财政政策，依靠基建投资及周期对冲经济下行压力的导向，央行也通过资管新规过渡期指导意见等举措改善信用环境，8月以来地方专项债发行亦有明显提速。9月18日，国家发改委召开“加大基础设施领域补短板力度 稳定有效投资”有关工作情况的新闻发布会，重申中央对稳定有效投资的重视。值得关注的是，本轮政策与以往大水漫灌式的强刺激明显不同，着重在建工程和项目质量，而地方政府债务情况也是落地的瓶颈因素。鉴于其在经济下行环境中的重要逆周期调节作用，基建投资的边际变化和后续相关政策值得重点关注。

图表 4：中国历年累计固定资产投资完成额的变化（从年初到某具体月份累计的同比增速）

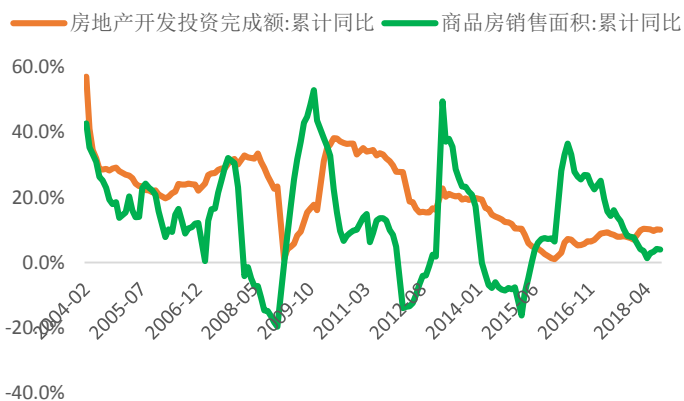


资料来源：Wind，截至2018.8.31，恒生前海基金

房地产投资额的累计同比增速仍保持稳健，维持在10%左右，但其中土地购置费是增长的主要拉动因素，而累计建筑安装费用自5月之后持续下滑。土地成交增速和房地产新开工面积增速均保持较高增长，而房地产竣工面积呈下滑态势，可能显示建筑工期正在延长。

另一方面，2018年6-8月的商品房销售面积累计同比增速略有反弹，从1-5月的2.9%提高至4%，但其中包含了2017年上半年高基数的影响。而8月当月商品房销售面积和销售金额均明显回落，其中销售面积同比仅增长2.4%。也有数据显示近期房地产去化较上半年乏力。销售放缓可能逐步传导至新开工和施工进度，房地产投资四季度存在走弱的风险，值得密切关注。

**图表5：中国商品房销售面积和房地产开发投资完成额的累计同比（从年初到某具体月份累计的同比增速）**



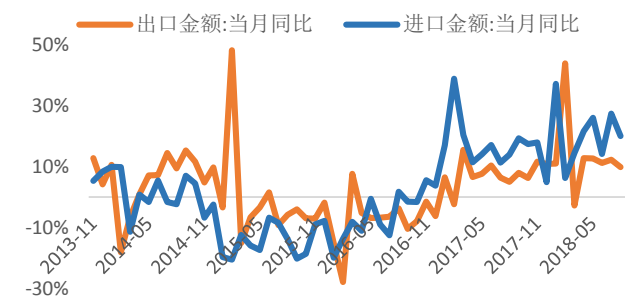
资料来源：Wind，截至2018.8.31，恒生前海基金

### 中美贸易摩擦升级、新兴市场危机蔓延进一步影响外需，出口面临挑战，PMI显示新订单萎缩

2018年4月至7月，出口（以美元计价）一直显示高于预期的增长韧性，其部分可归结于在持续贸易摩擦的背景下，企业在7月关税落地前抢出口。8月出口同比增长9.8%，略逊于预期，对比前值12.2%，除此前抢出口有所退潮外，因新兴市场风险升级等因素引起的外需疲弱是主要因素。而8月进口增速回落则显示了因国内投资和生产放缓，加上环保限产扰动背景下的内需走弱。

展望四季度，美联储继续加息缩表，新兴市场危机仍在蔓延，而中美贸易摩擦仍在持续进行，继8月23日第二批160亿美元商品开征关税后，美国又宣布新一轮对价值2000亿美元中国进口商品从9月24日起征收10%关税，从2019年1月1日起上调至25%。出口将继续面临较大不确定性。

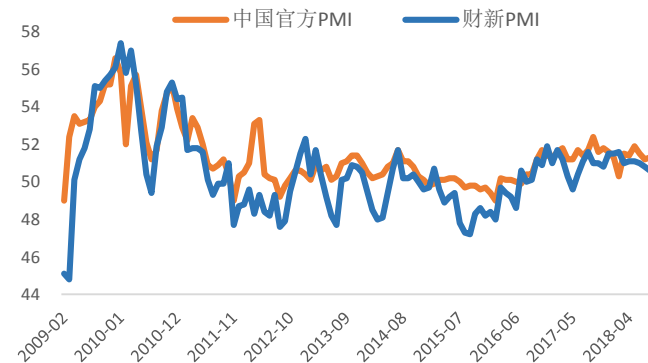
**图表6：中国进出口数据月度同比变化（按照美元计价）**



资料来源：Wind，截至2018.8.31，恒生前海基金

需求的疲弱已经在近期PMI数据有所体现。8月官方制造业PMI为51.3%，略高于预期，但分项显示新订单指数自5月高点持续回落，而新出口订单降至49.4，已是连续三个月处于荣枯线以下，显示外贸压力较大。

**图表7：中国官方制造业采购经理指数和财新中国采购经理指数的变化**

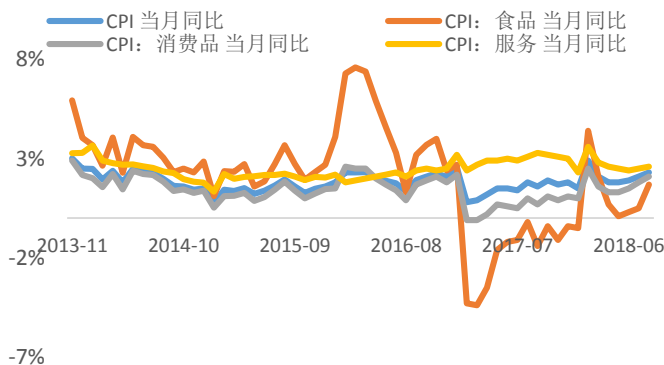


资料来源：Wind，截至2018.8.31，恒生前海基金

### 食品价格上涨推高CPI，通胀整体温和

2018年6-8月CPI略有上行。8月CPI同比上涨2.3%，创5个月新高，同比涨幅也有所扩大，主要受到食品价格上涨的影响。主要蔬菜产区遭遇水灾，造成周边地区菜价涨幅明显，而局部地区疫情影响猪肉供给，猪肉价格上涨较明显。展望4季度，猪瘟疫情和自然灾害等因素短期仍有可能对食品价格造成上涨压力，但整体通胀仍处于温和区间，不会引发货币政策转向。

**图表8：中国各个月份CPI同比增速的变化**



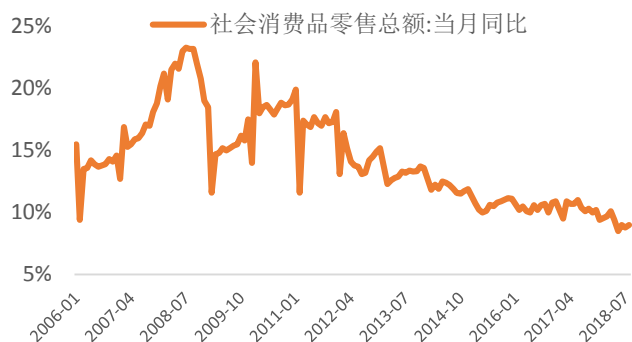
资料来源：Wind，截至2018.8.31，恒生前海基金

2018年6-8月社会消费品零售总额增长持续承压。尽管8月单月同比增速从7月的8.8%略微回升至9%，累计同比增速仍从年初的9.7%回落至9.3%，对照2016-2017年同比增速区间10-10.4%较为疲弱。其中，汽车消费是主要拖累因素之一，已经出现连续3个月的零售同比下滑。家电零售受到房地产销售增速放缓的滞后性影响，表现疲弱。

近期主要城市房租明显上涨，以及社保征收管理的变化对个人税后工资和就业的潜在影响，一定程度上可能制约消费需求。但随着积极财政政策落地，基建项目逐步启动，构成对消费的潜在拉动力量。决策层在投资趋势性放缓、外贸压力高企的环境下，也尤其重视消费对经济增长的稳定及拉动作用。9月20日，国务院发布指导性意见，支持实物消费提档升级，倡导通过技术创新、产业升级、互联网技术等提供新的消费增长点，鼓励文旅服务类消费等。整体来看，消费需求取决于可支配收入增长和对经济前景的信心。在宏观景气企稳之前，我们对居民消费，尤其可选消费，持谨慎态度，但政策重点扶持的消费领域存在结构性机会。



图表 9：社会消费品零售总额的月度同比



资料来源：Wind，截至 2018.8.31，恒生前海基金

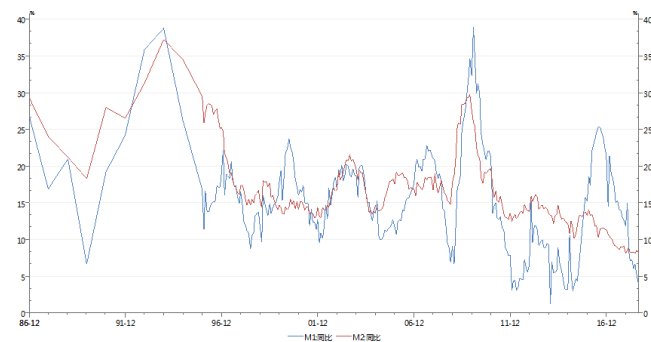
**宽货币紧信用状况有望逐步改善**

自 5 月新增社会融资规模大幅低于预期以来，急速降杠杆引发的流动性紧张逐步修正。2018 年 7 月资管新规过渡期指导意见发布，允许非标产品基于期限匹配、不超存量等原则逐步调整的空间；国常会要求“财政政策更加积极”。至 2018 年 8 月，社融规模增量（新口径下）高于市场预期，达到 1.52 万亿，其中企业债净融资回升，得益于市场流动性的充裕及信用债市场的信心重建。新增非标融资的下降幅度照比 6-7 月有所趋缓。鉴于委托贷款、信托贷款仍逐步下降，说明在大方向没有改变的前提下，去杠杆的力度已有所调节。

新增人民币贷款数据仍逊于预期，银行的风险偏好和贷款需求应是主要制约因素。6-8 月信贷数据显示，企业中长期贷款尚未回升。居民中长期贷款以按揭为主，随地产销售放缓呈滞后性下滑。票据融资仍是贷款增量的主要拉动因素，8 月甚至创 9 年新高，显示银行放贷意愿偏弱。

M2 同比增速持续偏弱。8 月 M2 同比增速从上月的 8.5% 回落至 8.2%，低于预期，也低于去年同期的 8.6%。财政存款同比增速大幅提升，从 7 月的 6.1% 至 8 月的 16.7%，抑制 M2 扩张。同时，8 月 M1 同比增速仅 3.9%，低于上月的 4.1% 和去年同期的 14%，显示企业和地方政府现金流紧张，信用扩张面临困境。而流动性保持较为宽松，具体显示为银行间同业拆借利率近月来的持续下降。数据组合显示，“积极财政政策”需有效落实，将充裕的流动性引导至社融信用扩张。

图表 10：中国 M2 货币供应量变化，近期增速明显下滑



资料来源：Wind，截至 2018.8.31，恒生前海基金

**海外宏观经济概述**

**中美贸易摩擦升级，新兴市场债务危机**

继 7 月初，美国对中国价值 340 亿美元的商品启动关税保护后，第二批价值 160 亿美元的产品清单于 8 月落地，9 月 17 日又宣布将对价值 2000 亿美元的中国商品清单加征 10% 关税，于 9 月 24 日生效，称给与美国企业一段供应链调整期后，将从 2019 年 1 月 1 日其提升关税加征比例至 25%。最终确认的 2000 亿美元清单包含超过 5700 条细目，整体策略仍是针对中国制造 2025，而对有可能扰动美国企业产业链的机电产品、机械器具等产品保留余地，且为减少推升通胀，先加入更新周期较长的消费品类，有意避免与日常消费相关的商品，如服装鞋帽、玩具等。

与此同时，据媒体报道，美国总统称在此之外，还可能对另外价值 2670 亿美元的中国产品加征关税，即对中国出口美国的所有商品全面加征关税。美国中期选举结束有可能使中美贸易摩擦暂告段落，但我们认为中美博弈是更复杂的长期问题。关税加征会对中国出口和经济增速带来负面压力，同时也有可能倒逼中国推进经济转型、产业升级和改革开放。

美国经济数据继续向好，二季度 GDP 上修至 4.2%，创 2015 年来新高。PCE 二季度比年初持续改善。8 月新增非农就业人数 20.1 万，超市场预期，失业率持平。非农私人企业平均月薪 8 月同比提高 2.9%，增幅扩大。美联储 9 月份大概率再度加息，美国十年期国债利率突破 3%。

近期新兴市场风险显著提升。自二季度以来，部分新兴市场国家，如阿根廷、南非、巴西等，汇率大幅贬值，至三季度土耳其政局动荡和经济危机，汇率大跌，再度引发新兴市场货币贬值的共振。究其原因，这几个国家都具有外债高企，并且外债余额远超外汇储备，国际收支恶化，同时国内货币超发引发高通胀，预计美元指数年末强势不减，对新兴市场整体冲击依旧存在。

**对 A 股、港股市场的展望与投资策略**

**1、A 股市场投资策略：强调攻守兼备，注重估值的安全边际**

站在目前时点，我们认为自一月底以来的市场持续回调，诸多市场担忧和风险厌恶情绪，包括对中国经济前景的展望、中美贸易摩擦持续升级以及新兴市场危机蔓延的不确定性等，已经得到了阶段性体现。展望四季度，基于各种因素的潜在边际变化，及国内外错综复杂的形式，我们认为四季度指数或延续 9 月一波三折的反弹，但在宏观数据企稳之前尚无法确立趋势，市场将呈区间震荡走势。

- 潜在边际变化显示，市场可能继续震荡，但已经处于底部区域。中美贸易摩擦问题可能长期持续，但随着新一轮美国对中国价值 2000 亿美金商品关税清单落地，在美国中期选举结束后可能暂时有所平息。从近期政策变化判断，决策层积极研判、应对去杠杆过程引发的问题，政策强调积极财政和稳增长。由于政策传导的时滞性，宏观经济数据虽难以立即改善，但有望在未来 1-2 个季度逐步企稳。在投资者信心方面，决策层对于社保征收新政引发企业界担忧迅速反应，及时灵活进行政策修正，而在改革开放四十周年之际，继续推进开放被重申，均有助于扭转脆弱的市场情绪。

- 按照季度利润同比增长的趋势来看，盈利预期仍有继续向下修正的压力。中期业绩显示，上半年全A股盈利增速为14.7%，比2017年上半年的18.1%盈利增速有明显放缓，主要是由于非金融板块盈利增速下降导致，其中中小板盈利增速从2017年上半年的30%回落至14.7%。金融板块上半年利润增速为6.7%，比2017年上半年的5.2%有边际改善。分季度来看，二季度非金融企业盈利同比增长对比一季度呈减速态势，中小创更为显著。
- 估值支撑。虽然2018和2019年盈利预期仍有下调风险，但估值经过前期回调已经回到低位。沪深300指数前瞻市盈率已从2017年底高点15.6倍回调至目前的11.4倍，对照过去10年平均10.6倍和5年历史平均12.6倍，安全边际明显改善。
- 对潜在增量资金流入的预期。近日MSCI宣布考虑提升A股纳入因子。富时罗素也宣布将A股纳入其全球股票指数体系，从2019年6月起分阶段执行，并表示以全面纳入中国A股为最终目标。长期来看，A股与全球市场进一步融合有望带来潜在国际资金流入，可能成为近期提振股市情绪的正面催化剂。

在板块配置上强调攻守兼备，坚持基本面为先的长期投资策略，注重估值的安全边际。进行两个维度的布局：利用市场回调机会布局优质个股，有选择性参与有近期政策支撑的反弹机会。

关注的A股行业	相对看好的原因
银行	银行2018年上半年业绩增长提速，资产质量整体改善，近期信贷数据也显示了银行的主动控制风险的立场。目前板块平均估值低于1倍PB，股息率接近3.9%。
保险	保险公司向保障型产品转型逐步推进，投资端资产质量好，估值合理。
科技	研发创新、智能制造对于中国经济转型具有长期意义。
基建相关	随着基建拉动政策落实，融资瓶颈逐步改善，项目启动形成需求增量。
医药	板块整体大幅回调后估值回归合理。
必选消费	近期出台拉动消费的政策，强调消费在稳定经济增长中的重要作用，尤其是渗透率和产品升级仍有提升空间的个股。

## 2、港股市场投资策略：坚持基本面为先的长期投资策略

展望四季度，与A股逻辑相同，近期政策的边际变化有助于改善前期悲观的市场情绪。但因贸易战和宏观经济企稳仍有不确定性，上市公司盈利增速仍可在下滑，我们判断港股市场将持续震荡走势。

- 相对于A股市场，香港市场受到国际资金流动的影响更大。随着部分新兴市场国家危机的蔓延，包括人民币在内的新兴市场货币贬值，美元走强，国际资本从流出新兴市场，对香港市场形成卖出压力。但相对于其他主要新兴市场而言，中国外债占GDP比例低，外汇储备充裕，经济基础和韧性强，仍是具备明显相对投资优势的市场。
- 在三季度，央行提高外汇风险准备金率，并重启逆周期调节因子，人民币兑美元经历4-8月的加速贬值后趋于稳定，有助于稳定港股市场情绪。
- 港股的盈利预期下调仍在继续，但整体估值已经颇具吸引力。恒生指数前瞻市盈率从2017年末高点13.5倍回落至11.3倍，对比过去10年历史平均12倍和过去5年平均11.6倍，部分个股估值已经接近历史最低区域。

投资策略上，在市场波动中坚持基本面为先的长期投资策略，善用市场回调机会，关注几个维度的投资机会：1) 具有安全边际的价值股；2) 具备成长性且估值回归合理区间的优质龙头；3) 择机参与稳增长政策下潜在受益的板块。

关注的港股行业	相对看好的原因
银行	银行2018年上半年业绩增长提速，资产质量整体改善，近期信贷数据也显示了银行的主动控制风险的立场。目前大部分港股银行破净，板块平均估值低于1倍PB，股息率高。
保险	保险公司向保障型产品转型逐步推进，投资端资产质量好，估值合理。
医药	板块整体大幅回调后估值回归合理
基建相关	受供给侧改革、环保等政策变量影响较小，随着基建拉动政策落实，融资瓶颈逐步改善，项目启动形成需求增量。
消费	与A股消费板块逻辑类似，关注必选消费中渗透率和产品升级具备提升空间的个股。

相对而言，我们对于估值偏高、业绩可能低于预期，或有较大政策风险的板块及个股持谨慎态度。