

# 短期有望逐步确认底部 市场波动率仍维持高位

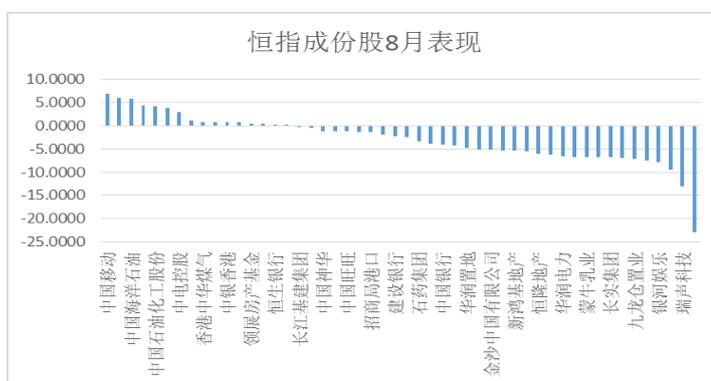
2018年9月港股投资策略

恒生前海基金 投资部

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。

## 市场回顾：8月市场震荡不止 恒指杀跌回调

纵观8月，港股市场震荡不止。月初在央行宽松刺激下，恒指小幅反弹，但中美贸易持续升级，同时土耳其爆发债务危机等负面影响下，恒指月中继续杀跌回调。最低时见26871点，后在央行重启“逆周期因子”刺激人民币汇率反弹及特朗普支持弱美元政策等利好因素下，月末恒指企稳，最终收27888点，月跌231点或2.43%。绝大多数板块都出现下跌，仅5G概念带动电讯板块微涨，而前期热门的板块如公用事业等都出现了一定的回调，科技板块因中报业绩不及市场预期，整月连续下跌。另外因《民促法》送审稿中的部分内容对民办教育有诸多负面影响，港股民办教育板块大跌。



数据来源：Wind，截至2018.8.31

## 8月份市场重大事件及影响：

8月10日，央行发布未《2018年2季度中国货币政策执行报告》，报告指出下一阶段稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门。对比此前报告，重点提出了货币政策要注意前瞻性，发挥“几家抬”，防止“几碰头”，疏通货币政策传导机制是下一步工作重点等观点。我们认为此份报告延续了7月底国常会适当宽松货币和财政的基调，即未来货币金融政策将结构性宽松，但不会大水漫灌，注重疏通货币政策传导机制，配合基建和减税发力，以应对中美贸易摩擦、经济周期下行等不利因素。

## 9月港股投资策略：

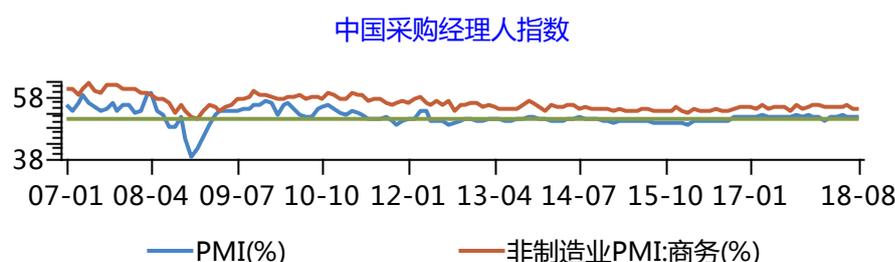
展望未来，我们认为，港股仍将维持低位震荡走势：近期陆续公布的业绩显示龙头企业的盈利仍具备较强的韧性，叠加边际宽松的财政货币政策正在逐步改善经济增长预期。另外，市场已经将人民币贬值，宏观经济增速放缓，贸易战等负面影响逐步反应到盈利预测及估值中去。综上所述，短期内市场有望逐步确认底部。但经济惯性下滑将在短期内继续打压市场投资气氛，加上中美贸易战亦存在恶化发展的可能性，进一步打击风险偏好，因此预计波动率仍将维持在较高水平。

## 一、宏观回顾

纵观 7 月数据，反映出国内经济仍在持续下滑。前 7 个月全国固定资产投资同比增速较 1-6 月回落 0.5 个百分点，继续探底。而三四线地产销售走低也继续拖累地产整体销量，另外类似乘用车产销增速，六大电厂耗煤量等高频数据增速都出现了普遍下滑，也反映出了国内工业生产正逐步转弱，具体来看：

### 1. PMI 数据略超预期，但经济下行压力依旧明显

8 月制造业 PMI 为 51.3%，较上月上升 0.1 个百分点，前值 51.2%。分项来看，生产指数回升，新订单继续走弱。我们认为，8 月 PMI 数据虽略超预期，但与高频数据略有背离，并不能代表制造业整体扩张态势加快，加之 8 月新订单指数回落 0.1 个百分点至 52.2%，新出口订单指数回落 0.4 个百分点至 49.4%，显示内外需仍在继续走弱。另外财新 PMI 数据的走弱，也反映出当下需求疲软现象比较明显，经济下行压力依旧比较明显。



数据来源：Wind，截至 2018.8.31

### 2. 固定资产投资增速放缓 经济增长面临压力

1-7 月全国固定资产投资累计同比增速为 5.5%，较 1-6 月回落 0.5 个百分点，这是自 1999 年来的低点。其中基建投资由前六个月的 7.3% 增速放缓至前 7 个月的 5.7% 增速，大幅拖累数据，虽然 7 月财政部已表示下半年“积极的财政政策将更积极”，但是与此前通过增加基建投资等直接扩大政府投资的方式不同，我们看到近期政府更多采取了减税降费等形式来改善财政政策。预计未来一段时间固定资产投资增速的边际变化将是重要关注点之一。

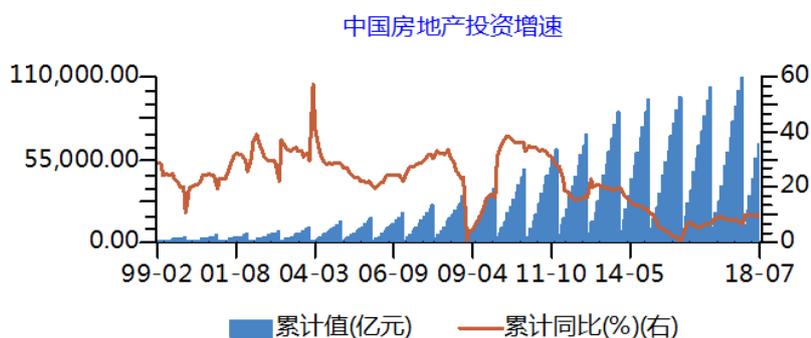


数据来源：Wind，截至 2018.7.31

## 一、宏观回顾

### 3. 地产数据强劲，但土地购置和建安增速背离，及三四线销售放缓存隐患

1-7月房地产投资累计同比增长10.2%，较1-6月份的9.7%增速继续扩大，其中住宅、写字楼和商业地产三大分项投资均有所加快，支撑了总体房产投资的增长。但从分项来看，今年前7月建筑安装投资累计同比下降4.1%，而土地购置费增速则持续走高，说明今年地产开发商对土地使用权的转移速度较快，但实际土地使用权的转移并不能创造GDP增速。另外我们看到三四线城市的销售也出现了放缓的现象，长期来看，地产虽对经济的支撑仍有韧性，但增速整体下行已有趋势。



数据来源：Wind，截至2018.7.31

### 4. 零售放缓，但不必过早下定论

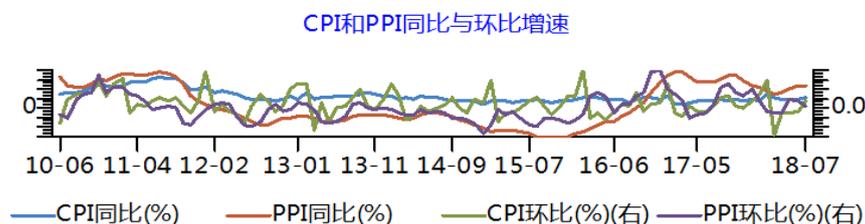
7月社会消费品零售总额较去年同期增长8.8%，相比6月份9%的增速开始出现放缓迹象。今年前7月份，零售销售增长9.3%，较1-6月份9.4%的增幅略有收窄。我们认为虽然房租等价格的上涨抑制了居民部分购买力，但更多下滑因素是由于消费结构的变化，必需消费如日用品等仍然保持了双位数的增长。而主要可选消费品类如汽车的零售连续三个月负增长，7月1日汽车进口关税调整完成后，汽车消费并未得以提振。

### 5. CPI破2，通胀仍处于可控范围内

7月CPI同比上涨2.1%，略超市场预期。环比在连续4个月下跌后首次迎来上涨。非食品是7月CPI上涨的主要因素，7月份食品价格上涨0.5%，非食品价格上涨2.4%；我们认为8月的CPI将继续缓步回升，由于季节性因素影响，全国大范围出现高温炎热和暴雨天气，许多地区农产品生产和储运都受到了较大影响，导致鲜菜、鸡蛋、奶类、肉类食品价格明显上涨，而寿光受灾影响，也将短期内推高CPI，另外政策基调从略微偏紧向偏松调整，未来需求和流动性适量增加可能也会推动通胀上行，但从整体来看，通胀仍处于可控范围内。

## 6. PPI 同环比均有所下降，缓慢下行趋势续现

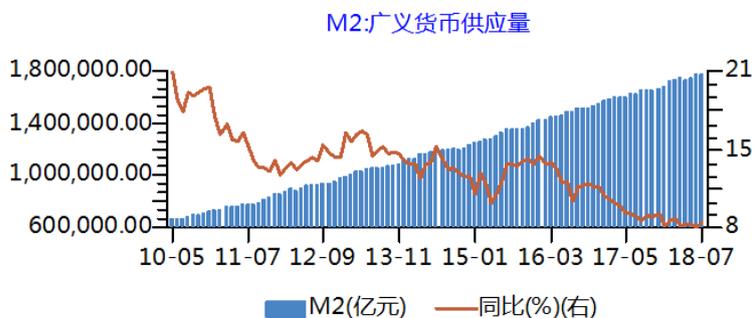
7 月份 PPI 的同环比增速均有小幅回落，从环比看，PPI 涨幅比上月回落 0.2 个百分点。从同比看，7 月 PPI 上涨 4.6%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点，其中生产资料价格上涨 6.0%，涨幅比上月回落 0.1 个百分点；生活资料价格上涨 0.6%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点。我们认为供给收缩边际增量没有增加的情况下，价格的主导因素回归需求，但需求端的不景气传导至生产端，使得生产和需求双双回落，同时三季度翘尾因素下行，两者共同带动 PPI 同比下行。虽然央行放水可能延缓 PPI 下行节奏，但由于政府更多采取了减税降费等形式来改善财政政策，故较难改变下半年 PPI 下行趋势。



数据来源：Wind，截至 2018. 7. 31

## 7. 7 月信贷投放力度加大，但社融依旧低迷

7 月信贷投放量依旧居高，但社会融资规模增量持续低迷。具体来看，7 月人民币贷款增加 1.45 万亿元，比去年同期多增 6278 亿元，但社会融资规模增量则低于贷款增量，仅为 1.04 万亿元，比上年同期少 1242 亿元。社融自 5 月腰斩来持续低迷，反映出实际经济获得资金的情况并不顺畅。分结构看，委贷、信托贷款、汇票三者合计减少 4886 亿元，表外业务的持续萎缩继续拖累社融增速下滑。信贷投放继续加大，反映出银行加大对小微、基建等特定领域投放。我们也注意到，7 月 M2 增速略微回升至 8.5%，但 M1 却在快速下滑，7 月增速仅为 5.1%，为近三年的低位。M1-M2 “剪刀差”已经为负数。这也一定程度表示企业获得融资下降、企业流动性压力加大，企业经营活力不强等，较为宽松的货币完全传向实体经济市场还需要时间缓冲。



数据来源：Wind，截至 2018. 7. 31

## 二、市场重大事件及影响

### 年初央行发布《2018年2季度中国货币政策执行报告》

8月10日，央行发布《2018年2季度中国货币政策执行报告》，报告指出下一阶段稳健的货币政策要保持中性、松紧适度，把好货币供给总闸门。对比此前报告，重点提出了货币政策要注意前瞻性，发挥“几家抬”，防止“几碰头”，疏通货币政策传导机制是下一步工作重点等观点。我们认为此份报告延续了7月底国常会适当宽松货币和财政的基调，即未来货币金融政策将结构性宽松，但不会大水漫灌，注重疏通货币政策传导机制，配合基建和减税发力，以应对中美贸易摩擦、经济周期下行等不利因素。

### 三、9月港股投资策略

#### **短期市场有望逐步确认底部 预计波动率仍将维持高位：**

展望未来，我们认为，港股仍将维持低位震荡走势：近期陆续公布的业绩显示龙头企业的盈利仍具备较强的韧性，叠加边际宽松的财政货币政策正在逐步改善经济增长预期。另外，市场已经将人民币贬值，宏观经济增速放缓，贸易战等负面影响逐步反应到盈利预测及估值中去。综上所述，短期内市场有望逐步确认底部。但经济惯性下滑将在短期内继续打压市场投资气氛，加上中美贸易战亦存在恶化发展的可能性，进一步打击风险偏好，因此预计波动率仍将维持在较高水平。

近期政策边际放松是否能带来实体经济的复苏值得紧密跟踪。因此，未来的经济数据，比如社融、投资等都对经济走势有较高的前瞻价值。另外近期业绩期，部分优质龙头公司的超跌也带来了长期投资机会。板块选择方面，我们相对关注周期股，同时亦继续关注成长股，如前期有大幅回调、目前估值相对合理的医药和 TMT 等成长股板块，以及价值股中的银行和汽车板块。