

报告摘要

2018 年国内宏观经济基本面回顾及 2019 年展望

整体来看，2018 年国内经济出现了放缓迹象，三驾马车之一的投资增速大幅下滑，一度跌至 5.3% 的低点，而基建投资增速从过去年均 20% 以上的增速掉到了接近 0 增长，对整体经济的影响非常巨大。相反由于中美贸易战升级，抢出口效应愈发明显，出口数据是所有宏观经济数据里为数不多的亮点，尤其在 11 月之前，进出口数据基本维持了两位数的增长。

2019 年中国经济将继续面临一系列挑战，市场对于国内 2019 年 GDP 增速的一致预期约为 6.2%，但我们相信逆周期政策将会成为 2019 年宏观政策的主基调——监管层将通过大规模减税，货币政策适当宽松保持流动性充裕；出台措施推动基建投资反弹，并稳定房地产市场。我们预计全年 GDP 增速将继续放缓，基建投资增速将出现反弹，社消略有放缓，出口增速在 2019 年大概率回落。

2019 年 A 股市场投资策略

2019 年的市场挑战与机遇并存。宏观经济继续面临下行压力，外围压力可能缓解但仍存在不确定性，国内政策调整更多基于内外围因素的变化与博弈。与此同时，研发创新驱动的经济转型在逆周期稳增长政策护航之下，又蕴含极具潜力的投资机会。

2019 年 A 股的估值水平和市场风险偏好均有修复的空间。随着 A 股在 MSCI 和罗素指数新兴市场指数中的占比提升，外资有望持续流入 A 股市场。但同时也要看到，经济下行压力有所加大，企业盈利也存在回调的可能，市场还将寻找业绩的底部。在板块配置上，重点关注在产业结构转型升级上的行业，以及新一代信息技术、高端装备制造等新兴产业发展，同时我们将密切关注与国家政策融合度相关的板块。

2019 年港股市场投资策略

预计港股市场将受外部风险因素影响，继续维持较高波动率，在经历年初的震荡之后，或将迎来基本面修复带来的反弹。随着美国加息节奏放缓，美元走弱，全球流动性或将回暖，资金流回到新兴市场，加之国内经济托底政策可能带来边际改善倾向和贸易战缓和等利好因素，港股有望迎来基本面修复预期。在板块配置方面，年初重点关注高股息低波动类的板块，而随内外边际改善环境和市场估值修复进程，可重点关注估值回撤充分且增速改善的行业，尤其是具有中长期成长逻辑的行业。

2019 年债券市场投资策略

目前宏观基本面与政策面均对债市形成有力支撑，包括货币政策稳健偏松基调延续，银行间资金面总体平稳，经济数据延续下滑，2019 年债市慢牛格局有望延续。在基本面走弱预期下，预期利率债收益率曲线呈牛平形态，期限利差收窄，中长期利率债具有较好的资本利得空间。信用债方面，信用市场将呈现二元分化，关注中高等级信用债投资机会，今年投资难度加大，投资策略上需要精耕细作。转债投资方面，目前偏股转债估值水平不高、偏债转债到期收益率不低。相对关注正股股息高、转债促转股动力强，有下修意愿的银行板块；业绩整体较好，军工改革推进，估值消化合理，行业抗周期的军工板块；以及其他正股盈利良好的成长和消费板块转债。

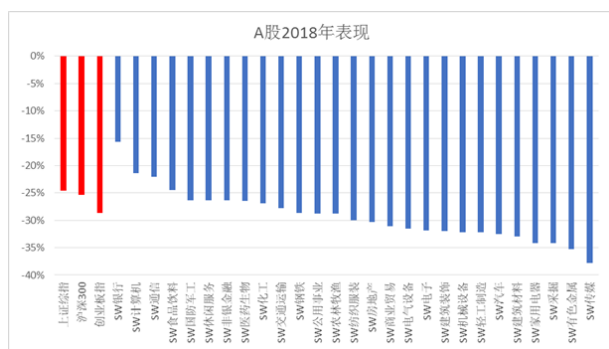
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2018 年 A 股、港股市场回顾

2018 年 A 股市场大幅回调 成交量相应缩减

2018 年初，A 股由“春季躁动”行情拉开整年序幕，在经历 10 多天的阳线拉升之后，上证综指一度涨至 3587 点，期间金融地产和周期股领涨股市。但随着海外股市暴跌影响开始，二月以来 A 股经历了部分公司业绩期爆雷、国内信用风险爆发和独角兽分流市场资金等，指数一路下跌至 6 月末的 2700 点附近。上半年总体来说依旧存在着部分赚钱效应，无论是年初的金融地产周期，或是 3 月的云计算，以及医药消费行业，都出现过阶段性的上涨。然而进入下半年的 A 股市场更是低迷，部分国内经济数据自年中起开始走弱，加之贸易战升级和土耳其等新兴市场出现汇率危机，A 股市场在经历了八月和九月的短暂震荡走势后便一路下行，7 月起虽然监管层多次通过减税放水等方式宽松信用，但期间前期热门板块如游戏、医药、新能源汽车等行业都出现过因负面政策影响而大幅回调，A 股市场始终处于低迷状态，成交量也大幅缩减。截至 2018 年 12 月 31 日，上证综指收 2493 点，下跌 24.5% 或 813 点。

图表 1：2018 年年度 A 股市场表现

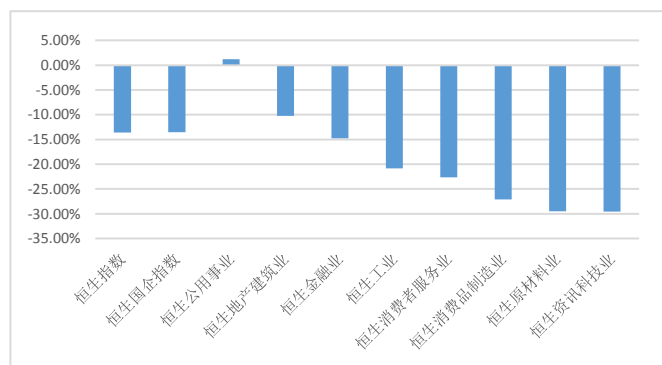


资料来源：Wind，截至 2018 年 12 月 31 日，恒生前海基金

受外围因素影响 港股市场全年震荡下调

2018 年初，恒指指数延续了 2017 年的强势走势，1 月累计上涨 9.9% 至 32887 点，月中更是达 33484 点创历史新高，但 2 月以来美国联储局主席对加息态度放鹰，美国十年期债息飙升，加之意大利政府不稳定，外围市场令市场先升后反复向下，之后中美贸易战由 4 月至 6 月期间愈演愈烈，前景未明朗令恒指持续震荡。而 5 月的社融及社消等宏观数据超预期转弱，加之美元走强影响，资金大幅流出，恒指开始新一轮跌势。三季度在央行重启“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，恒指箱体震荡，但 9 月 PMI 数据大幅低于预期致使恒指整个 10 月又出现大幅下跌，在此期间市场持续回调相当程度反映了诸多市场担忧和极低的风险偏好，而进入年末监管层频繁发声和各项托底政策的快速出台体现了政策环境的边际改善，市场亦略有好转。恒指最终全年收 25845 点，下跌 13.6% 或 4073 点。

图表 2：2018 年年度港股市场表现



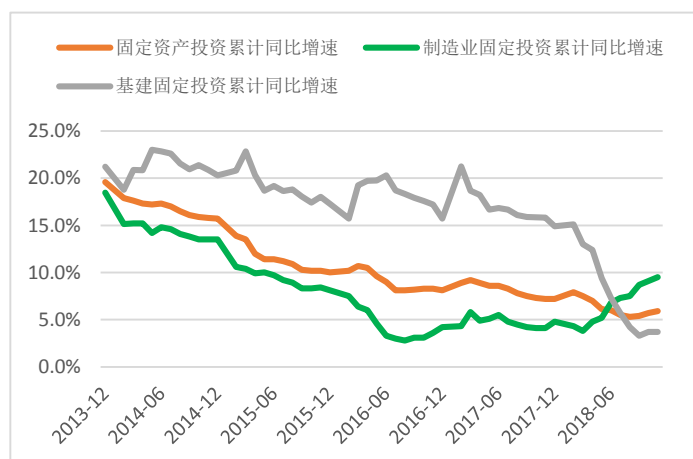
资料来源：Wind，截至 2018 年 12 月 31 日，恒生前海基金

对中国宏观经济基本面的回顾和展望

2018 年国内经济增速放缓 进出口数据维持增长

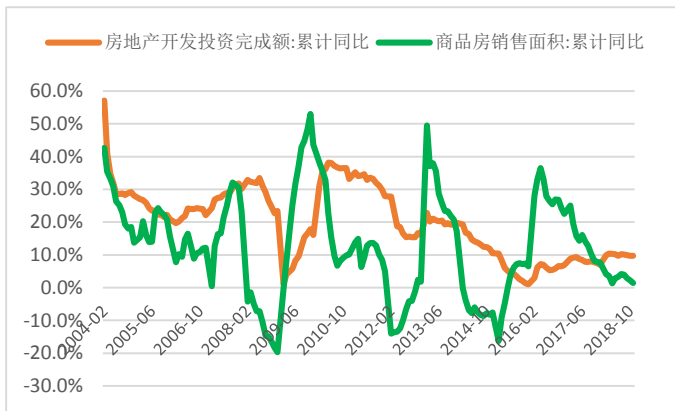
整体来看，2018 年国内经济出现了放缓迹象，三驾马车之一的投资增速大幅下滑，一度跌至 5.3% 的低点，而基建投资增速从过去年均 20% 以上的增速掉到了接近 0 增长，对整体经济的影响非常巨大。而从土地市场流拍、房地产企业的资金链、房地产销售数据的大幅度下滑中，可以印证房地产投资的上升周期也在下半年暂时结束，另外在预期不好的情况下，消费出现了下滑，消费的增速出现了近 15 年以来最差的数据，而汽车市场以及手机市场的快速下滑则是预期不好的基本表现。相反由于中美贸易战升级，抢出口效应愈发明显，出口数据是所有宏观经济数据里为数不多的亮点，尤其在 11 月之前，进出口数据基本维持了两位数的增长。

图表 3：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）



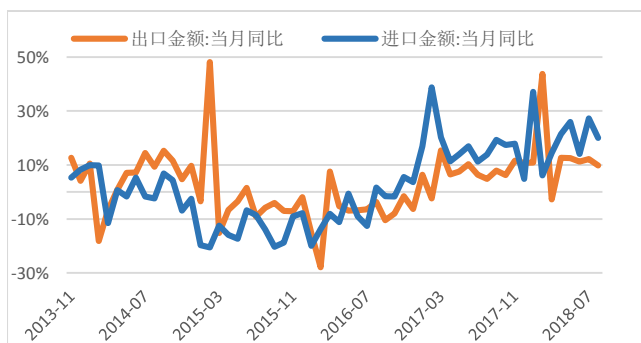
资料来源：Wind，截至 2018 年 11 月 30 日，恒生前海基金

图表 4：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）



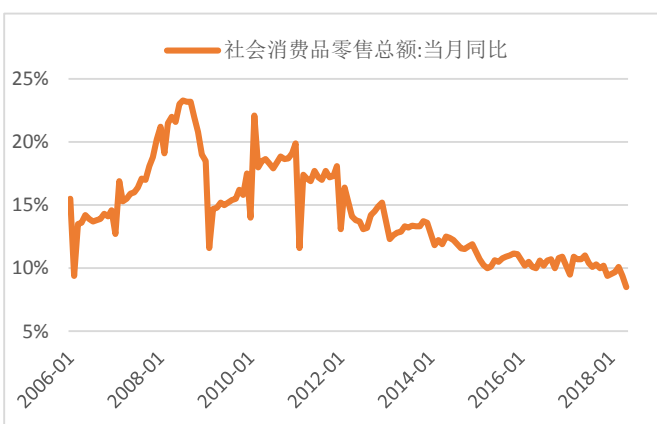
资料来源：Wind，截至 2018 年 11 月 30 日，恒生前海基金

图表 5：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 年 12 月 31 日，恒生前海基金

图表 6：社会消费品零售总额的月度同比



资料来源：Wind，截至 2018 年 11 月 30 日，恒生前海基金

2019 年中国经济将继续面临一系列挑战，市场对于国内 2019 年 GDP 增速的一致预期约为 6.2%，但我们相信逆周期政策将会成为 2019 年宏观政策的主基调---货币政策适当宽松保持流动性充裕；出台措施推动基建投资反弹，并稳定房地产市场。预计全年 GDP 增速将继续放缓，基建投资增速将出现反弹，社消略有放缓，出口增速在 2019 年大概率回落。

对 A 股、港股市场的展望与投资策略

1、A 股市场投资策略：有估值修复的空间，外资有望持续流入

2019 年 A 股将有估值修复的空间。中美贸易有缓和的迹象，美联储加息步伐的放缓将给予市场有利的外部环境。国内方面，政府已采取包括减税降负和加大基建投资等逆周期政策。针对资本市场，高层也出台了公司回购法和科创板试点等措施调整来改善企业流动性和融资问题，同时也对股权质押风险进行了纾解。这一系列措施或将有利于修复 A 股的估值水平和市场风险偏好。2019 年 A 股在 MSCI 和罗素指数新兴市场指数中的占比将提升，外资有望持续流入 A 股市场。但同时也要看到，经济下行压力有所加大，企业盈利也存在回调的可能，市场还将寻找业绩的底部。相对关注在产业结构转型升级上的行业，以及新一代信息技术、高端装备制造等新兴产业发展，同时我们将密切关注与国家政策融合度相关的板块。

2、港股市场投资策略：关注高股息低波动类的板块

展望未来，预计港股市场将受外部风险因素影响，继续维持较高波动率，在经历年初的震荡之后，或将迎来基本面修复带来的反弹。随着美国加息节奏放缓，美元走弱，全球流动性或将回暖，资金流回到新兴市场，加之国内经济托底政策可能带来边际改善倾向和贸易战缓和等利好因素，港股有望迎来基本面修复预期。相对关注高股息低波动类的板块，而随内外边际改善环境和市场估值修复进程，估值回撤充分且增速改善的行业值得关注，重点关注 TMT、高端制造等有中长期成长逻辑的行业。

2018 年债券市场回顾

多重因素推动 2018 年债券市场快速走牛

- 央行开启降准操作，前期偏紧的货币政策开始微调，资金利率下行，释放边际放松信号。
- 监管政策叠加出台、共振冲击的时期已过，去杠杆显成效后政策转为稳杠杆，而且落地的资管新规松于预期。
- 经济数据逐步回落，同时中美贸易摩擦持续，不确定性增加。
- 金融数据表现差，社融、M1 增速下滑至历史低位水平，M1、M2 增速剪刀差持续扩大。

2019 年债券市场展望：顺势慢牛

宏观与政策对债市影响正面：

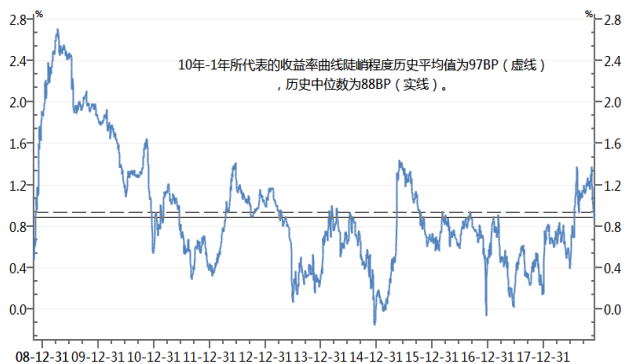
- 货币政策稳健偏松基调延续，银行间资金面总体平稳，存有降准和降息（包括公开市场）的可能。
- 经济数据延续下滑：固定资产投资增速下降，主要为制造业和房地产增速下行；基建投资增速低位反弹，因积极财政政策逆周期对冲的补短板措施；同时减税降负下的财政赤字率将上升；海外需求回落和贸易摩擦使得出口增速下降。
- 通胀高点在 6 月份左右，但 CPI 同比平均不会超 3%，对债市影响中性。

债券市场投资策略

利率债——相对看好长端利率债

在基本面走弱预期下，预期利率债收益率曲线呈牛平形态，期限利差收窄，配置中长期利率债具有较好的资本利得空间。

国开与国债利差特征表现为熊市扩大，牛市收敛。目前隐含利率为 13%，虽低于 17% 的平均水平，但仍位于合理水平。



数据来源：中国债券信息 Wind，恒生前海基金



数据来源：中国债券信息 Wind，恒生前海基金

信用债——信用市场呈现二元分化

2018 年上半年信用利差呈现上升趋势，年初对金融监管的担忧在 4 月份落地后，违约事件逐步增多，带动信用利差再度上行。下半年对冲政策陆续出台后，风险偏好有所修复，信用利差逐步回落，高等级优于低等级。

金融监管放松后，一级市场信用债融资回暖，较 2017 年净融资规模大幅增长 1.5 万亿。不过，新增融资主要堆积在高等级信用债市场，AAA 主体净融资规模占 104%，违约担忧下低等级融资环境仍未有实质改善，AA 及以下净融资规模为-3446 亿元。

二级市场亦表现出高等级优于低等级信用债。信用风险爆发期，AA 与 AAA 级品种间利差迅速攀升，对冲政策陆续出台后，中、短期级间利差收敛，不过长期利差仍在高位。

2019 年，企业面临着外部现金流压力向内部转移。2018 年下半年的政策纠偏使得外部融资环境好转，但未来基本面风险仍存。中美贸易摩擦以及消费、投资等数据下滑印证着宏观经济下行风险未减，对信用风险加大有所影响，投资者风险偏好或会再度降低，引导级间利差走扩。从市场表现看，优质资产“资产荒”佐证了信用板块二元分化的情况。今年投资难度加大，投资策略上需要精耕细作，关注中高等级信用债投资机会。

可转债——配置价值较高

2019 年宏观经济数据虽然整体预期偏弱，但政策逆周期对冲的措施也逐步展开：宽信用下企业融资利率下降、基建补短板、地方政府专项债增加、减税降负以及外围美联储加息后期人民币汇率压力减轻等，权益市场仍存有结构性行情、主题机会，同时部分上市公司股息率提升而债券利率下降，相对其估值会合理提升。目前偏股转债估值水平不高、偏债转债到期收益率不低，整体相比正股，具有更好的风险调整收益。转债投资方面需控制节奏，择券上关注正股股息高、转债促转股动力强，有下修意愿的银行板块；业绩整体较好，军工改革推进，估值消化合理，行业抗周期的军工板块；以及其他正股盈利良好的成长和消费板块转债。