

报告摘要

2020 年四季度 A 股市场展望与投资策略

三季度市场完成了先冲高，后震荡修正的走势。展望 2020 年最后一个季度，全球政治局面错综复杂。美国大选、地缘争端等因素都会在情绪面影响 A 股的风险偏好。汇率方面，今年一季度末以来，美元指数持续走低，人民币兑美元升值幅度超过 5%，预计这一趋势仍会延续下去。

疫情方面，欧洲部分地区和国家已经有二次爆发的苗头，我国也存在进入冬季后，局部地区的二次爆发风险。从基本面来看，外需冲击的负面影响已反映到上市公司盈利上。部分行业和公司反而受益于海外竞争对手复产复工弱于国内产业链，经营有明显的向好趋势。疫情对诸多行业的供应链冲击或许是永久性的，要鉴别其中受损和收益的公司，需关注苹果产业链和新能源行业。

2020 年四季度港股市场展望与投资策略

港股于三月下旬调整至 21139 点以来，随全球宽松的流动性及国内经济复苏而反弹，至 7 月上旬反弹至 26782 点。期间虽中美关系摩擦，全球新冠疫情有二次反复的苗头，香港本地因素亦带来一定的扰动，但总体而言，港股仍是三季度全球资产配置中不可或缺的一员。展望四季度，我们判断，全球经济的修复幅度仍依赖于新冠疫情的控制程度，预计下半年全球货币宽松趋势延续，但估计美联储短期采用负利率的概率不大。在全球流动性持续维持充裕下，预计港股中一些估值有明显吸引力的中国资产将继续被投资者追捧。板块配置方面，建议关注疫情催化下明显受益的板块，包括内需消费、物业、医药、云计算等以及企业盈利改善并有持续行的板块如汽车、交通运输、金融、原材料等。

2020 年四季度债券市场展望与投资策略

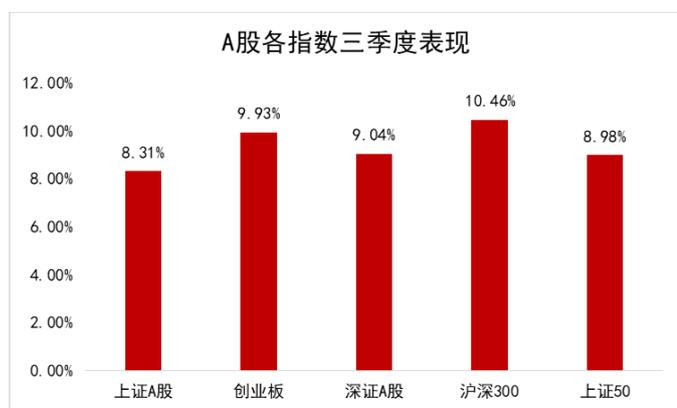
债市股债性价比提升至历史中枢位置，表内比价有所提升但依然略偏低，且我国国债利率未达到低档或零利率要求。预计本轮社融-M2 增速差顶点将出现在今年 3 季度，按照过去两轮熊市领先 7-8 月的规律，则债熊结束要等到明年上半年。截至 9 月 10 日，隐含税率稳定在 15%（熊转牛信号 21%+）左右，十年国债收益率 3.13%（距离 02 年以来均值有 40BP 的距离），当前债市离熊尾信号还有较大差距。预计今年四季度债熊仍将延续，依然建议缩短久期、以票息策略为主。下半年以来资金利率上行，杠杆策略的风险大且收益无法得到相应的溢价补偿，债券利率也呈抬升趋势，印证了此前三季度杠杆策略空间收窄和久期策略估值调整风险增加判断。未来资金利率依然存在一定的波动风险，货币政策回归常态后杠杆套息策略的性价比依旧偏低。无风险利率依旧处在抬升的趋势中，我们建议四季度信用债投资仍以高票息中短久期为主。目前非公开债券总超额利差为 80bp 左右，AAA 非公开超额利差为 55bp 左右，非公开债券仍存在挖掘空间。

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。基金有风险，投资需谨慎，详情请阅基金法律文件。

2020 年三季度市场回顾

A 股随市场风险偏好调整进入震荡调整期

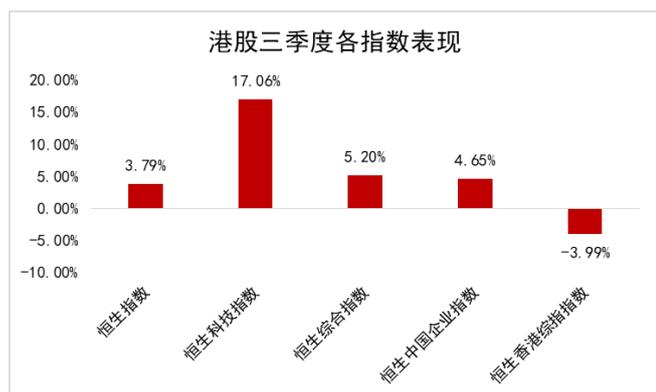
在国内政策催化和复工复产加速推进的双重驱动下，2020 年 7 月上旬 A 股延续了二季度上涨行情。而随后基于对此前大幅上涨的消化，以及利空因素叠加干扰下，进一步冲击市场风险偏好，放大了市场波动，A 股进入一段震荡调整期。尤其是在 2020 年 7 月中下旬，A 股经历了短暂较大幅度的调整，主要系外部风险增大，市场对于中美关系，特别是对贸易摩擦升级为技术封锁等的担忧，以及外资流出等利空因素影响，引起资金避险情绪释放。2020 年三季度，上证指数期间上涨 8.31%，创业板指数期间上涨 9.92%。板块上看，自 7 月中下旬开始的震荡调整中，在短期市场风险偏好调整的影响下，科技、医药等板块回撤调整幅度较大。前期涨幅滞后的休闲服务、汽车、国防军工等板块则领涨市场。



资料来源：Wind，恒生前海基金

港股市场随美股波动

前三季度港股一直处于震荡调整期，截至 9 月 30 日，恒生指数本年度下跌 14.28%，港股与海外市场相似度比较高，受海外市场系统性波动及中美关系影响，投资者情绪恐慌导致市场下跌。从行业上看，截至 9 月 30 日，非必需消费（59.8%）、原材料（32.7%）、必需消费（14.3%）涨幅靠前，主要是由于消费更注重于内需市场，受国内疫情逐步控制消费需求回升，进而在板块间有较强的竞争力。从估值上看，截至 9 月 30 日，恒指预测 PE（彭博一致预期）为 13.1 倍，处于 2005 年 7 月以来的中位数和 3/4 分位数之间，PE（TTM）为 12.9 倍，处于 2002 年以来的中位数和 3/4 分位数之间，PB 水平为 1.1 倍，低于 2002 年以来的 1/4 分位数，AH 溢价指数为 147 点，高于 2005 年以来的 3/4 分位数，处于近四年以来的高位水平，估值相较于上季度略有修复。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

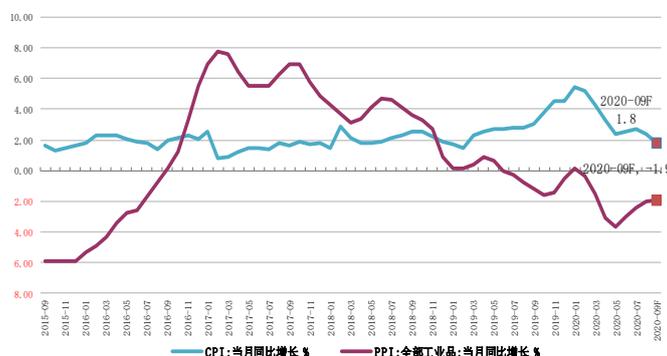
中国宏观经济面回顾

经济基本面

二季度以来的经济改善主要靠地产和基建拉动。(1) 受益于地方债重新加速发行，后续基建投资增速回升仍有支撑；销售支撑下，融资收紧对地产投资影响较小，房贷利率下行、城镇化率不高及货币超发下半年地产投资增速依然趋升。虽前期需求疲弱、盈利低迷，但库存从被动去到主动补，偏弱的制造业投资增速有望持续改善。(2) 消费持续低于预期，主要因为疫情降低居民收入和消费意愿、失业率依然位于高位，以及居民杠杆率高企。8 月社零同比增速由负转正，预计后续持续回升，但 Q4 增速难回疫情前 7.5% 以上的水平。(3) 出口缓慢修复，随着海外生产生活的持续恢复，年内外需有望延续修复态势。(4) 预计下半年社融增速将继续回升，支撑经济复苏持续到明年上半年。

通胀

短期来看，洪灾或扰动三季度 CPI 走势，当前消费恢复依然偏慢、CPI 翘尾在下半年将快速下行，预计 PPI 和非食品 CPI 同比分别在 5 月和 7 月见底后缓慢回升下半年或将处于通缩和通胀的转换期，明年上半年通胀压力逐渐显现。长期来看，全球长期通胀风险升温，主因是本轮金融监管放松、逆全球化加速、油价见底回升，以及本轮全球央行前所未有的宽松力度。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

货币政策

预计下半年我国经济将继续复苏，再加上地产融资分档调控、上半年宏观杠杆率明显回升、就业依然承压，四季度货币政策难以放松。总体来看货币政策将维持中性，但也不至于紧缩加息，预计四季度资金面维持紧平衡，DR007 中枢为 2.2%。后续结构性存款将继续压降，因此存单发行需求仍高，预计其量价抬升趋势或延续；此外，流动性分层现象加剧，R 与 DR 的利差有走扩风险。

债市供需

预计全年利率债净融资额 10.5 万亿，其中，四季度利率债净融资额 2 万亿，显著低于 2、3 季度的供给量，供给压力将有所缓解。需求侧来看，政府债压力主要由银行承接，我们预计四季度信贷增速放缓，结构性存款压缩使得银行扩表速度趋降，预计 9-10 月银行债券投资增速先趋升而后放缓，年底供需格局才能弱改善；在中美利差高位、人民币汇率长期有支撑、我国资本开放力度加大背景下，境外机构大笔加仓，加上摊余定开债基大量成立有利于消化部分供给压力。

2020 年四季度权益市场展望与策略

A 股市场

三季度市场完成了先冲高，后震荡修正的走势。展望 2020 年最后一个季度，全球政治局势错综复杂。美国大选、地缘政治等都会在情绪面影响 A 股的风险偏好。汇率方面，今年一季度末以来，美元指数持续走低，人民币兑美元升值幅度超过 5%，预计这一趋势仍会延续下去。

疫情方面，欧洲部分地区和国家已经有二次爆发的苗头，我国也存在进入冬季后，局部地区的二次爆发风险。从基本面来看，外需冲击的负面影响基本反应到上市公司盈利上。部分行业和公司反而受益于海外竞争对手复产复工弱于国内产业链，经营有明显的向好趋势。疫情对诸多行业的供应链冲击或许是永久性的，要鉴别其中受损和收益的公司。关注苹果产业链和新能源行业。

港股市场

港股于三月下旬调整至 21139 点以来，随全球宽松的流动性及国内经济复苏而反弹，至 7 月上旬反弹至 26782 点，但期间虽中美关系摩擦，全球新冠疫情有二次反复的苗头，香港本地因素亦带来一定的扰动，但总体而言，港股仍是三季度全球资产配置中不可或缺的一员。

展望四季度，全球经济的修复幅度仍依赖于新冠疫情的控制程度，预计下半年全球货币宽松趋势延续，但估计美联储短期采用负利率的概率不大。在全球流动性持续维持充裕下，预计港股中一些估值有明显吸引力的中国资产将继续被投资者追捧。

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 7 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，7 月单月工业企业盈利增速回升至 19.6%。尽管外需压力持续，但整体经济运行在四季度将继续好转。各种利好因素仍将促港股短期利好，四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。

最后在四季度需注意以下风险，新兴市场国家及部分欧洲国家的主权债务亦是四季度可能出现的隐患，对于政府杠杆率本就相对较高的欧洲来说，为应对疫情各国政府采取的大额财政支出更加大了其主权债务风险。而疫情爆发后美元升值也导致资本加剧向外流出新兴市场，叠加疫情冲击或将引发个别国家债务风险。板块配置方面，建议关注疫情催化下明显受益的板块，包括内需消费、物业、医药、云计算等以及相关政策支持下具备中长期逻辑的板块，包括新基建、自主可控等；

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	<p>目前海外疫情仍在扩散，美国出现二次反弹后的仍高企不下，因此各国都在加快推进新冠疫苗研发，关注疫苗研发进程。结合估值及基本面情况，行业投资仍需紧跟政策变化：</p> <p>(1) 医保准入规则谈判即将启动，有可能会重塑创新药定价逻辑；</p> <p>(2) 全国版心血管支架集采政策即将出炉；</p> <p>(3) 持续推进 DRGs 在试点城市运行，预计 21 年将启动实际付费模式。</p> <p>(4) 中长期行业需继续关注优质赛道即具有强大研发实力的创新药企业及器械；政策免疫且景气度持续向好类优质服务龙头；具有强大研发实力、重磅产品即将放量且有新冠疫苗研发加持企业。</p>
消费	<p>国内疫情控制后，可选消费、升级消费、体育服饰、与海外相关行业企业利润开始出现反弹，而必选消费具有一定的抗风险能力，从中长期看，经济下行确定性增加的环境下，我国内需日益重要，或实施消费刺激拉动经济增长，餐饮、娱乐确定性较强，可选消费具备一定的弹性。</p>
TMT	<p>目前科技板块一些个股在股价调整后估值方面已经具备吸引力。展望四季度，我们看到电子板块苹果供应链公司因 iPhone 延迟发布或将集中在四季度兑现业绩，确定性较高，5G 带来增量需求和国产替代需求还在持续进行。计算机细分板块景气度依旧较高，安全与自主可控更加深化，政策面也有望利好。通信板块物联网大规模商业进行也在加速。传媒板块“互联网+”的乘数效应持续体现，游戏视频景气度继续上升。</p>

2020 年四季度债券市场展望与策略

债券市场展望

债市股债性价比提升至历史中枢位置，表内比价有所提升但依然略偏低，且我国国债利率未达到低档或零利率要求。预计本轮社融-M2 增速差顶点将出现在今年 3 季度，按照过去两轮熊市领先 7-8 月的规律，则债熊结束要等到明年上半年；截至 9 月 10 日，隐含税率稳定在 15%（熊转牛信号 21%+）左右，十年国债收益率 3.13%（距离 02 年以来均值有 40BP 的距离），当前债市离熊尾信号还有较大差距。预计今年四季度债熊仍将延续，依然建议缩短久期、以票息策略为主。

信用策略

从利差的绝对水平看，目前 3 年期以下久期品种利差已经压至疫情前，考虑到经济还未完全恢复，货币政策已经回归常态，当前利差水平已经较低，个别时间段不排除会有被动的压缩，但中枢再下的空间不大。预计年内利差基本保持平稳，年底以及明年可能面临流动性溢价推升的压力，利差或会走阔。

信用策略（续）

下半年以来资金利率上行，杠杆策略的风险大且收益无法得到相应的溢价补偿，债券利率也呈抬升趋势，印证了此前三季度杠杆策略空间收窄和久期策略估值调整风险增加的判断。未来资金利率依然存在一定的波动风险，货币政策回归常态后杠杆套息策略的性价比依旧偏低。无风险利率依旧处在抬升的趋势中，我们建议四季度信用债投资仍以高票息中短久期为主。目前非公开债券总超额利差为 80bp 左右，AAA 非公开超额利差为 55bp 左右，非公开债券仍存在挖掘空间。

建议保持城投、地产适度下沉，关注经营及融资修复的产业债。

（1）融资环境向好、逆周期调节和积极财政政策支撑的城投债受益逻辑持续，中短期仍是较为安全的品种。但各地财政压力客观存在，城投再度开启加杠杆周期，中长期风险有所增加。各地防控债务风险的能力差异较大，建议在经济财政实力较好和债务率适中的地区适度下沉挖掘收益，规避宽松融资环境下城投债发行依旧偏少和困难的地区，如东北三省、贵州、内蒙古、天津等地，以及城投非标违约频发的地区。（2）地产债在货币超发背景下整体仍受益，融资政策存在不确定性，分档控制债务增速的思路下，房企间分化会再度拉大。建议关注销售和土储较好以及债务负担较轻的个券信用溢价。（3）经济仍处在修复过程中，民企债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。产业债可关注经营改善、广义基建相关、融资环境修复、就业贡献大的个券。

（此处为文章结尾）