

恒生前海基金管理有限公司

市场点评（2020年3月19日）

全球疫情的蔓延导致了全球金融市场的剧烈调整，外围出现股债双杀的局面。受此影响，A股调整明显，3月份以来，沪深300指数已经下跌超过10%，创了中国疫情爆发以来的新低。宏观经济和资本市场总是在波动中前进，本次市场调整也不例外。但从中长期角度考虑，中国股市及债市已具备明显投资价值。

站在当前时点，思考未来行情，恒生前海基金投研团队观点如下：

一、中国股市以及宏观债市情况分析

（一）A股市场分析展望

我们认为，这次A股的调整主要是针对海外疫情和金融动荡等新国际形势进行二次定价。A股调整至此，已经较为充分反映悲观预期，从中长期角度考虑，具备明显投资价值。

首先，从经济基本面来看，中国是最先控制疫情的区域。目前各行各业正在有序复工，越来越多疫情受控区域正在恢复正常经济秩序，投资消费正在快速反弹。因此，中国经济有望于2季度企稳；

其次，从政策角度考虑，中国无论货币政策还是财政政策空间充裕，有能力维持经济发展和就业稳定。

再次，从流动性角度考虑，欧美国家救市投放的流动性空前充裕。现阶段全球金融市场仍处于舒缓压力阶段，宽裕的流动性并未反应到资产定价上。等欧美金融市场稳定下来，资金恢复正常配置活动时，中国资产将因其成长性以及稳健性获得价值重估机会。

最后，从估值角度考虑，沪深300指数目前对应的历史市盈率仅11倍，低于历史平均的12.4倍，2019年股息收益率高达2.53%，在全球零利率甚至负利率环境下，配置价值进一步凸显。

近期，在外资持续流出的大环境下，之前外资持股较多的大盘蓝筹股抛压较为严重，出现了非理性下跌，我们认为这是中长期布局的良机。

板块上，我们相对关注：

1. 内需主导的消费股，比如食品饮料、农林牧渔、汽车等。该板块受全球经济动荡影响较小，在国内经济秩序逐步恢复的情况下，业绩有望逐步改善，确定性较强；

2. 科技行业，特别是受国家需求影响较小甚至有国产替代空间的科技行业。科技技术进步是中国未来10年较为明确的宏观趋势，也是中国企业转型的关键以及政策的主要发力点。因此科技行业的中长期投资逻辑较为清晰。目前在风险偏好下行的过程中对于科技股的投资要特别关注盈利增长与估值水平的匹配度。细分来看，5G、自主可控等主题因需求以内需为主确定性更高；

3. 基建相关板块，比如工程机械、重卡、水泥、建筑材料等。今年基建作为逆周期抓手，有望出现恢复性增长，

相关品种将持续受益。

（二）港股市场分析与展望

新冠疫情在海外的蔓延恶化，引发国际社会和资本市场的广泛关注和担忧，国际卫生组织也正式将此次疫情定性为“Pandemic(大流行病)”，这也是2009年以来的首次。根据近期多国数据跟踪，疫情在全世界范围内仍有进一步恶化的风险，对全球产业链的供给和需求造成严重影响，显著增加了全球经济前景的不确定性，并无法排除极端情况的发生。包括美联储在内的多国央行已推出紧急降息、财政支持等政策措施，市场仍为避险情绪所主导，波动率激增，全球风险及避险资产普跌。

香港市场也不可避免受到冲击。从基本面角度来看，目前中国经济增长及企业盈利的一致预期中，尚未充分反映疫情的潜在影响，虽已进入下修通道，但仍有进一步下调的风险。从资金流动角度来看，在避险情绪主导下，风险资产遭遇恐慌抛售，港股市场波动率加大。在强美金背景下，新兴市场股市资金流出，包括主动型产品和ETF型产品，造成各行业板块和不同市值类型个股轮流补跌。港股估值虽处于历史地位，但在缺乏盈利确定性及恐慌情绪主导下，不足以构成稳定市场的抓手。

我们判断在海外疫情出现明显拐点之前，市场仍会面临较大波动。但因为中国早于其他经济体遭遇疫情并走出疫情，复工复产正稳步推进。国内市场需求空间足够充分，可以通过提振内需的方法部分对冲海外需求的波动。经过多年产业升级结构调整的努力，相当多行业的国内产业链条自给率较高，甚至可能借由此次疫情进一步推进重要零部件和技术的自给，利好长期经济转型。

宏观经济和资本市场总是在波动中前进，本次市场调整也不例外。面对波动，一方面需要控制风险，降低仓位，增加组合防御性，先求生存再求发展，另一方面更应回到长期价值投资的本源，即寻找结构性成长趋势、能利用竞争优势妥善应对外围环境变化并最终在波动中胜出的优质企业。

板块配置上，从盈利的相对确定性出发，更关注内需占比更多的行业和个股，包括消费、医疗、周期、基建等。以估值为准绳，在价值洼地中找到安全边际，挖掘高股息个股。与此同时，从长期回报的角度出发，面临泥沙俱下的市场，积极寻找基本面影响有限但被错杀的优质公司，坚定逢低吸纳。

（三）债券市场分析与展望

目前市场避险情绪主要受到外盘影响，海外有三大因素：疫情、油价、金融市场巨幅波动引发的流动性。

1. 疫情上美国、欧洲的防疫措施还不够到位，降息刺激经济的传导反应较慢，需要进行有效的防护隔离政策。但韩日还有意大利在学习了我国的防控措施后，已有控制住的迹象。
2. 油价会对资金流向（石油产出国财政受损）和美国高收益债市场（美国能源企业发高收益债较多）会产生负面影响，目前油价的问题也难以解决，供需两端都有冲击。
3. 流动性目前是最为一个主要的影响因素。近期美国频繁熔断，市场缺乏流动性，因此金融机构正在抛售还能够卖出的资产，包括全球各地的股票和债券（包括我国的），以及大宗商品如黄金原油等。所以可以看出除了美

元以外，没有上涨的资产，美国的金融机构正在从全球各地抽回流动性来弥补美国本土市场的流动性匮乏。美联储采取的措施包括重启 QE、大量投放逆回购、重启商业票据融资机制、推出货币市场流动性工具等。市场有传言有大型对冲基金出现流动性问题，根据我们的了解，情况可能没有传言的严重。但后期是否会从“流动性冲击”演变成为“流动性危机”是有待观察的，如有强力的货币政策措施，则是可以避免这种情况的发生。

国内的情况领先好转于海外，经济 1 季度大概率见底，2 季度好转，全面复工在继续推进，各地的两会已经陆续开展，未来全国两会将很大概率对稳经济、稳就业、稳内需、稳消费等方面进行讨论和指导。

并且国内金融市场的流动性稳健。目前外资在卖出资产，量虽然不大，还是带动了资产价格下跌；国内投资者也有一定避险情绪。但流动性非常充裕，银行间和交易所回购利率已经跌破 1%，各类型投资者保持了大量的现金在手观望，国内难以有系统性风险的发生。

2 月以来，国内央行主要通过逆回购、MLF 以及普惠金融降准投放流动性。央行扩大了再贷款和再贴现额度，以及财政支出力度加大。充裕的流动性导致资金价格大幅下行。由于疫情仍在持续，考虑到对经济的冲击，预计短期资金价格延续当前的低位水平。内外需皆弱的局面短期会加大中国经济下行压力。政策重要的观察窗口在全国两会的召开，预计后期会有更加积极的财政政策和更加灵活的货币政策，地方债发行节奏预计加快，出于推动宽财政和托底实体经济，预计央行依旧会使流动性维持在合理充裕的状态，货币政策边际放松力度会随经济下行的压力增加而加大对冲。

债券市场方面，经济下行压力和货币市场短期内维持宽松都对利率债形成支撑，中美利差的扩大也使得中国国债仍有配置价值，期限利差的扩大及曲线的陡峭化有望使利率债由牛陡往牛平的方向发展。但短期由于海外流动性的压力及年后快速下行使得该位置存在较强的止盈需求，加上预计更大力度的财政托底政策的刺激，短期内利率再往下的空间也有待观察。

风险提示：投资有风险，请理性选择基金。市场观点将随各因素变化而动态调整，不构成投资者改变投资决策或选择具体产品的法律依据。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及净值高低并不预示其未来业绩表现。购买基金，投资者应仔细阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件，了解基金的风险收益特征，并根据自身的投资目的、投资期限、投资经验、资产状况等判断基金是否和投资者自身的风险承受能力相适应。投资者进行投资时，应严格遵守反洗钱相关法规的规定，切实履行反洗钱义务。