

报告摘要

2020 年三季度 A 股市场展望与投资策略

年初至今，全球市场波动加大。A 股在半年内经历了两轮暴跌和反弹，海外市场也在股灾式下跌后基本收复失地。美元指数在三月下旬见顶后开始回落，标志着美元流动性问题的解决。海外市场出现单日较大跌幅时，A 股市场依然表现出很好的韧性。北向资金持续流入，国内公募基金发行顺畅。疫情的二次爆发风险仍然存在，海外部分国家的新增确诊数据仍然没有明显改善，我国也出现了局部疫情小规模扩散，疫情的负面印象依然没有散去。

展望三季度，A 股依然会表现出很强的韧性，波动率或会小于欧美股市，但仍然会受到海外市场的影响，所以要关注海外市场特别是美国市场的波动。基本面来看，三季度是上市公司半年报集中披露的时间窗口，外需对实体经济的冲击逐步反应到上市公司业绩上，预计部分行业业绩会有较大的压力。中美关系也是影响市场风险偏好的重要因素，一些敏感问题上美国对华态度可能会严重影响市场情绪。

2020 年三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 6 月上旬收复 25000 点，期间虽中美关系摩擦不断，全球新冠疫情有二次反复的苗头，香港本地的政治因素亦带来一定的扰动，但总体而言，港股仍是二季度全球资产配置中不可或缺的一员。展望三季度，我们判断随着中国相对海外对疫情管控更好、美元逐步平稳，一些估值有明显吸引力的中国资产将继续被投资者追捧，届时加之越来越多的中概股回归港股，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，目前在底部的概率已相当大。

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；

2020 年三季度债券市场展望与投资策略

债券市场在 4 月央行下调超额准备金存款利率后出现了显著的利率下行（价格上涨），以 1-3 年的短期债券为主。但两会后政府债券大量发行，叠加央行表示要整顿空转套利和对经济反弹的预期，带来了债市的一轮调整。目前长期债券调整利率达到 40BP，接近历史统计的平均调整幅度。我们认为当前债市依然有交易机会，主要理由包括：财政政策有节制预计难以出现过往强刺激下的快速 V 字复苏；货币政策转为收紧还为时尚早；疫情对经济的影响到底是一次性冲击还是已经触发了全球经济的周期性调整尚需观察。因此继续对债券市场保持乐观的态度，资金市场依然宽松，适度保持久期和杠杆是较好的选择。

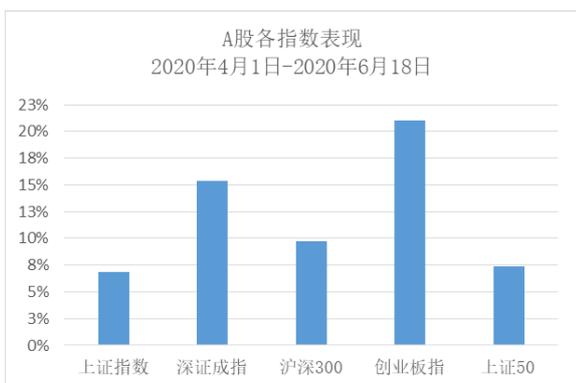
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。基金有风险，投资需谨慎，详情请阅基金法律文件。

2020 年二季度市场回顾

复工复产加速推动 A 股上涨

受全球公共卫生事件影响，2020 年 1 季度 A 股经历大幅震荡调整。而随着国内政策催化和复工复产加速推进，A 股迎来反弹行情，上证指数期间上涨 6.87%，创业板指数期间更是上涨 21.05%。而在 2020 年 5 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，市场对于中美冲突加剧，特别是对贸易摩擦升级为技术封锁等的担忧，引起资金避险情绪释放。

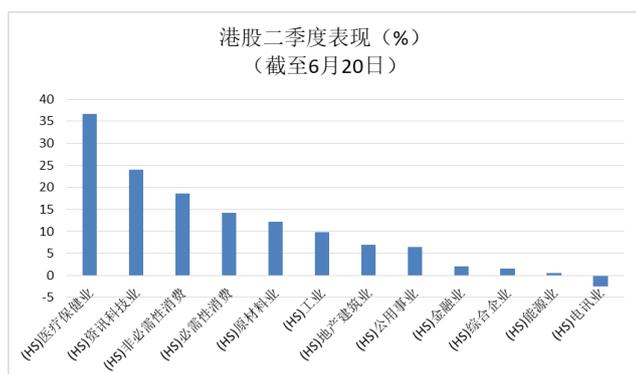
板块上看，复工复产推进，休闲服务最为受益，食品饮料、医药生物、电子等同样领涨市场。资金上看，外资持续流入，且流入金额逐月加速递增，表明外资对于 A 股市场依旧看好。



资料来源：Wind，恒生前海基金

港股市场随美股反弹

上半年港股一直处于震荡下行调整期，截至 6 月 20 日，恒生指数本年度下跌 12.58%，港股与海外市场相似度比较高，受 3 月海外市场系统性波动及中美关系紧张影响，投资者情绪恐慌导致市场下跌，从行业上看，截至 6 月 20 日，资讯科技业 (24.1%)、医疗保健业 (22.2%)、必选性消费业 (2.38%) 涨幅靠前，主要是由于消费医疗更注重于内需市场，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，以及海外美股 2 季度科技迅速反弹拉动港股科技类迅速崛起。从估值上看，目前港股估值处于历史低位，截至 6 月 19 日，港股恒生指数 PE (彭博一致预期) 为 11.5 倍，处于 2005 年以来自下而上 1/4 分位，PE (TTM) 为 10.7 倍，PB 为 1 倍，均处于 2002 年以来最低位，AH 溢价指数为 126 点，处于 2005 年自下而上的 2/3 分位，港股处于估值洼地。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

中国宏观经济面回顾

2 季度经济反弹，1 季度积压的生产订单、施工进度、购房购车消费娱乐需求在 2 季度复工复产后逐步释放，叠加春季传统开工旺季、五一假期、618 购物节，带动经济企稳。虽然制造业 PMI 新订单分项指标显示外需不足，但出口依然好于预期，说明我国的经济结构完善带来了出口的韧性。相比之下，出口结构相对单一的韩国越南等近两月出口有较大幅度下滑。3 季度主要观察 2 季度经济反弹的可持续性，即积压的需求释放后，是否会保持当前的复苏节奏。市场也希望在海外逐步复工复产后，能够对未来经济走势的轮廓能有更好的描绘，具体来看：

财政政策

两会推出的财政政策更加结构性而非总量性。未提 GDP 目标，重点要“六稳”和“六保”，对就业目标非常看重。赤字率首次提升到 3.6%的水平，但预算收支两端同比增速均下调，政策更偏重于做减法即减费降税、垄断国企与银行让利，而非大量投资。地方政府专项债额度从去年的 2.15 万亿提高至 3.65 万亿，并时隔多年再次发行特别国债，规模为 1 万亿。

货币政策方面

货币政策也从总量性政策向结构性政策转变。在 4 月央行降低超额存款准备金利率后，央行在两会后开始进行空转套利的整顿，使得市场认为货币政策有转向的倾向。但我们认为货币政策依然会继续保持适度宽松。第一，通胀压力很低，最新 5 月 CPI 为 2.4%，但猪肉价格的同比涨幅贡献近 2%，即便猪肉价格不再下跌继续维持当前价格，到年底时猪肉对 CPI 的贡献将几乎降至 0，表观 CPI 会保持全年下行趋势。核心 CPI 目前稳定在 1.1%依然是较低水平，所以通胀不会对宽松货币政策产生压力。第二，从历史上来看，货币政策总能为经济复苏保驾护航一段时间，通常在经济确认拐点以后 1-2 个季度才会收紧，当前尚不能确认经济走向全面的复苏，PPI 和库存周期见底是更好的领先指标。



数据来源：Wind，恒生前海基金

资料来源：Wind，恒生前海基金。

2020 年三季度权益市场展望与策略

A 股市场

年初至今，全球市场波动加大。A 股在半年内经历了两轮暴跌和反弹，海外市场也在股灾式下跌后基本收复失地。美元指数在三月下旬见顶后开始回落，标志着美元流动性问题的解决。海外市场出现单日较大跌幅时，A 股市场依然表现出很好的韧性。北向资金持续流入，国内公募基金发行顺畅。疫情的二次爆发风险仍然存在，海外部分国家的新增确诊数据仍然没有明显改善，我国也出现了局部疫情小规模扩散，疫情的负面印象依然没有散去。海外市场的回调，我们认为本质是股市反弹速度向经济恢复速度的一种回归，导火索是疫情二次爆发的预期。

展望三季度，A 股依然会表现出很强的韧性，波动率或会小于欧美股市，但仍然会受到海外市场的影响，所以要关注海外市场特别是美国市场的波动。疫情方面，当下我国疫情防护的软硬件基础和居民防护意识很好，预计大概率疫情可以得到有效控制，当然也不能掉以轻心。基本面来看，三季度是上市公司半年报集中披露的时间窗口，外需对实体经济的冲击逐步反应到上市公司业绩上，预计部分行业业绩会有较大的压力。中美关系也是影响市场风险偏好的重要因素，一些敏感问题上美国对华态度可能会严重影响市场情绪。

消费、医药、科技仍然是市场持续关注的投资主线；疫情、海外市场、中美关系等是影响市场风险偏好的扰动因素。

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 6 月上旬收复 25000 点，期间虽中美关系摩擦不断，全球新冠疫情有二次反复的苗头，香港本地的政治因素亦带来一定的扰动，但总体而言，港股仍是二季度全球资产配置中不可或缺的一员。

展望三季度，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 6 月上旬全国全口径发电量创下了今年以来新高，货运指数实现了今年以来的首次正增长，固定资产投资中房地产和基建投资的增速也已于 4 月转正，尽管外需压力持续，但整体经济运行在三季度将继续好转。各种利好因素仍将促港股短期利好，三季度估值仍有继续修复的可能性。此外更多的中概股将在三季度回归港股，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。

最后在三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三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，美国出现二次反弹的迹象，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) 第三批药品集中采购将要启动，未来集采仍会扩容；</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>疫情导致居民外出活动减少，可选消费、升级消费、体育服饰、与海外相关等行业下跌，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>宏观维度上看，以 5G、人工智能、云计算等为代表的新基建是促增长、调结构重要抓手，确定性依旧高，持续带动硬件设备和互联网效率场景增长。同时下半年为消费电子和半导体的传统旺季，面板供需结构预计也将改善，国产替代需求正加速推进，板块景气度持续提升。</p>

2020 年三季度债券市场展望与策略

债券市场展望

债券市场在 4 月央行下调超额准备金存款利率后出现了显著的利率下行（价格上涨），以 1-3 年的短期债券为主。但两会后政府债券大量发行，叠加央行表示要整顿空转套利和对经济反弹的预期，带来了债市的一轮调整。目前长期债券调整利率达到 40BP，接近历史统计的平均调整幅度。我们认为当前债市依然有交易机会，主要理由包括：财政政策有节制预计难以出现过往强刺激下的快速 V 字复苏；货币政策转为收紧还为时尚早；疫情对经济的影响到底是一次性冲击还是已经触发了全球经济的周期性调整尚需观察。因此我们继续对债券市场保持乐观的态度，资金市场依然宽松，适度保持久期和杠杆是较好的选择。

信用策略

5 月份以来，企业内部现金流随着复工复产逐渐回暖，宽信用政策加速落地引导信用风险收敛，机构资产负债成本倒挂，预计适度信用下沉将成为策略主流方向。在无风险利率的不确定性行情催化过程中，久期策略估值调整风险增加。宽货币力度出现微调，杠杆策略空间收窄，需要收敛保持流动性。回顾利率震荡市，信用利差往往没有趋势性变化，资本利得收益获利空间被大幅压缩，债券持仓收益的主要贡献来源于票息。

建议关注短久期高票息品种的投资机会，ABS、私募债仍有机会。今年以来，ABS 收益率跟随利率中枢下行，但下行幅度小于中票短融，与同期限、同等级中票相比，溢价总体走阔。在安全的高收益资产较为缺乏的背景下，ABS 依然具有一定的投资价值。当前交易所券种 AAA 级私募债与一般公司债之间的流动性溢价为 99bp 左右，票息优势明显。



资料来源: Wind, 恒生前海基金。

疫情对企业产生的冲击仍在继续，可选消费品及服务行业盈利恶化最为明显，下游行业弱于中上游行业。从违约率来看，疫情对行业及个体的影响仍未完全显现，债务置换、永续不赎回等延长债券存续期限的事件频频发生，需要关注在内生性现金流承压下企业的偿债压力。但“宽货币+宽信用”组合拳强化了对企业的金融支持，从外部流动性角度缓解了企业违约风险。流动性及信用的传导需要时间，信用债市场分层或将延续，低评级产业债信用基本面恢复仍需时间。

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) 今年以来城投平台债券净融资改善、置换贷款持续落地，城投腾挪能力增加，债务结构优化，信用基本面总体较为稳定，仍然是下半年债券投资的大方向。弱财力区域的高等级平台、市场知名度较低的中部地区平台可能存在投资机会，私募债溢价尤其明显。

(2) 房地产行业疫情影响弱化，销售现金回流仍可期待，但房住不炒是主线，预计行业系统性利差收窄机会有限，地产企业资质分化加大。建议关注土储质量及债务结构较好的个券信用溢价。

(3) 疫情过后经营快速改善、广义基建相关、融资环境修复的产业债个券存在挖掘的价值。

(此处为文章结尾)