

报告摘要

2022年三季度A股市场展望与投资策略

宏观方面：全球能源大通胀、国外地缘局势持续紧张、美联储等海外央行加息压力仍在。2022年二季度在疫情冲击下，经济波动加大，稳就业、稳经济任务艰巨。

国内来看：财政政策，下半年或再度加码。消费方面：六方面落实扶持政策，促进餐饮业恢复发展。疫情下，多处封城状态的解除，有利于消费场景的重建，但是消费意愿和消费能力的恢复仍需要时间。

出口方面：2021年出口同比增逾20%，2022年出口同比面临较高的基数。以美国为首的发达国家耐用品消费需求大概率走弱，带动全球需求动能降温。俄乌局势挫伤欧洲经济，全球需求因而缩减，中国4月出口下降冲击全球供应链，同样对全球供需带来一轮扰动。但今年以来出口持续超预期，其中汽车和新能源产业链是不可忽视的两大板块。

总体而言，国内疫情最糟糕的时候或已过去，消费在缓慢地复苏。我们坚定看好新兴产业，如光伏、风电、核电等新能源占比持续提升下的新型能源体系建设。另外随着各大新老造车势力不断推出竞品车型，将开启汽车从燃油化向电动化变迁之后的又一大浪潮，即智能化。

2022年三季度港股市场展望与投资策略

三季度港股市场所面临的主要风险仍可能是美股调整的连带风险，但预计港股市场或有望展现一定的韧性，主要是得益于更多利好政策、较有吸引力的估值以及南向资金的持续流入等因素的支持。

展望未来，市场关注的核心矛盾可能会转向政策举措是否能被验证。在市场反弹的第一阶段，估值和情绪率先修复，后续宏观环境和企业盈利的筑底反弹则是市场持续上涨的关键。外部方面，美国5月CPI涨幅超预期，也或使美联储紧缩的节奏和力度进一步加剧。美国国债收益率大幅上升、美元显著升值以及交易衰退预期带来的美股市场大跌也不排除会引发进一步波动。综上，虽然外围市场政策紧缩和经济衰退的忧虑引发的市场动荡可能仍将是导致海外中资股波动的主要来源，但预计港股市场或有望展现一定的韧性。

三季度港股市场背后的四条逻辑包括：1、政策层面，市场在逐步看到互联网板块监管环境趋于正常化之后，投资者情绪获得实质性提振；2、经济层面，近期的经济数据也在上个月疫情防控措施缓解后取得回暖，这也对抬升市场风险偏好起到了积极作用；3、资金层面，近期南向资金保持流入，且流入步伐有逐步加快趋势，海外资金流出规模有所收窄；4、估值层面，估值即便在近期小幅反弹之后仍是处于偏低的水平，中长期来看企业盈利和估值也有望得到同步抬升。

2022年三季度债券市场展望与投资策略

5月底以来，在前期收益率水平极限压缩下短期存在反弹风险，利率有所回升。资金面受专项债加速发行，以及宽信用推进影响，预计总体将有所收敛；经济基本面在疫情冲击减弱、稳增长措施持续推进下大概率缓慢复苏，对长端利率可能形成压力。但疫情、政策、经济恢复速度仍存在不确定性，三季度利率水平整体可能维持震荡，上下空间可能较小。

未来货币政策进一步放松空间有所制约，财政政策维持积极，经济逐步复苏，资金面预计收敛，利率水平波动加大。后续利率债方面建议适当降低杠杆、缩短久期，保持灵活性。信用债方面，随着经济恢复信用风险将有所下降，继续追求票息收益，适当下沉，但仍须避免民营地产、尾部城投等高风险领域。

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导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。

2022 年二季度市场回顾

A 股超跌反弹，高景气板块拉动大盘

二季度 A 股呈现超跌反弹行情。4 月初上海疫情形势加剧，在严格的管控措施之下全国物流受阻，多产业供应链受损，股市快速下跌且跌幅较大，4 月 1 日至 26 日，上证指数跌幅 11.25%，深证成指跌幅 15.77%，沪深 300 跌幅 10.38%；4 月 27 日起伴随着上海疫情改善及多项稳经济政策的推出，各行业启动复工复产，市场触底反弹，反弹幅度较大、持续时间较长，4 月 26 日至 6 月 30 日，上证指数涨幅 16.05%，深证成指涨幅 24.24%，沪深 300 涨幅 17.56%。二季度截至 6 月 30 日上证指数、深证成指、沪深 300、上证 50、创业板指等主要指数的变动幅度均已回正。

板块表现出现分化，在下跌阶段中，高估值成长板块跌幅靠前，4 月 1 日至 26 日电力设备板块跌幅 24.00%，国防板块跌幅 22.23%，计算机板块跌幅 21.41%，各行业板块中仅食品饮料板块小幅上涨 0.92%；在反弹阶段中，高景气板块又成为拉升大盘的主要动力，4 月 26 日至 6 月 30 日，汽车板块（申万一级）受益于疫后复工及新能源车渗透率的提升，强势上涨 42.18%，电力设备（申万一级）涨幅高达 50.34%，此外，在俄乌局势的阴影之下全球大宗商品价格上涨，有色金属、基础化工板块亦在此轮反弹中涨幅居前。

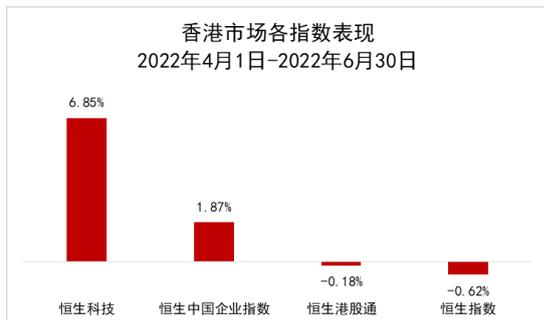


资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股出现反弹拐点，相对韧性较强

上半年港股受到海外流动性收紧、俄乌地缘政治、内地疫情扰动的三重冲击，但 5 月起国内局部疫情逐步得到控制、稳增长政策加码，带动市场情绪回暖。

二季度以来，在标普 500 指数和纳斯达克指数跌幅较大的情况下，港股的走势与美股出现背离，而和国内 A 股市场走势贴合。目前估值和盈利的下行趋势出现扭转，呈现确定性较高的上行趋势。恒生科技板块自 3 月以来大幅回调，仍处于底部位置。此外，前期受监管影响较大的游戏、教育、烟草、地产板块出现边际改善，在监管常态化下，市场情绪趋于稳定。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

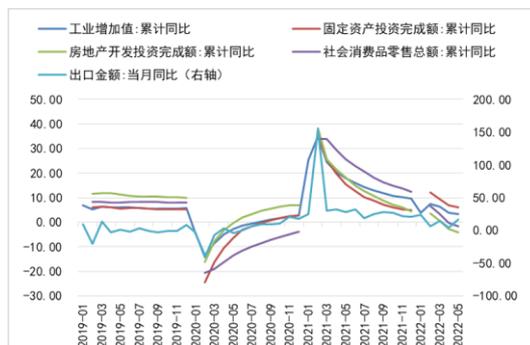
2022 年三季度经济展望与投资策略

恒生前海基金 投资部

中国宏观经济回顾

经济基本面

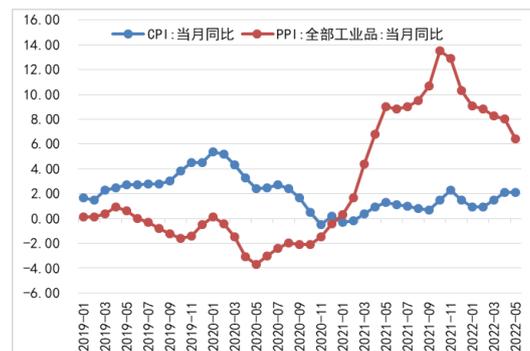
一季度经济平稳开局，二季度国内疫情局部散发，上海等一线城市疫情封城，对经济造成较大冲击，4 月份各项经济指标均大幅滑落，5 月份随着本轮疫情影响减退，复工达产稳步推进，各项政策加速落地，经济出现边际修复。坚持“动态清零”政策下，未来疫情演化仍是经济短期波动的重要影响因素。三季度，房地产销售有望持续改善，但地产整体仍然维持低迷；基建投资有望继续维持较高增速，成为稳增长的重要力量；出口当前仍维持韧性，后续随着外需回落将延续下行趋势；收入、就业压力下，消费的修复则仍需较长时间。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

通货膨胀

上游煤炭等保供稳价政策持续推进，叠加下游需求较弱，生产资料价格持续回落，PPI 延续下行趋势。CPI 受国际能源价格高位运行影响温和上行，加上猪肉价格开始回升，后续 CPI 将继续回升。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

货币政策

二季度各项稳增长政策密集落地，央行降准、降息，下调首套房贷利率下限，但金融数据仍然呈现总量较好、结构较差的格局。后续稳增长压力下，央行仍继续发力宽信用，充分发挥结构性货币政策工具作用。总量上可期待政策进一步放松，但央行一季度货币政策执行报告强调“密切关注主要发达经济体货币政策调整，以我为主兼顾内外平衡”，政策空间可能受到美联储加息节奏和力度约束。

财政政策

1-5 月份，受疫情冲击和留抵退税政策影响，一般公共预算收入增速同比转负，地产下滑拖累政府性基金预算收入大幅下降；财政支出较为积极，专项债发行提前，进度远超去年，并要求在 6 月底前基本发行完毕，8 月底前完成使用，后续财政政策仍将维持较为积极态势，持续发力稳增长。

2022 年三季度权益市场展望与策略

A 股市场

宏观方面：全球能源大通胀、国外地缘局势持续紧张、美联储等海外央行加息压力仍在。2022 年二季度在疫情冲击下，经济波动加大，稳就业、稳经济任务艰巨。

国内来看：财政政策，下半年或再度加码。消费方面：六方面落实扶持政策，促进餐饮业恢复发展。疫情下，多处封城状态的解除，有利于消费场景的重建，但是消费意愿和消费能力的恢复仍需要时间。

出口方面：2021 年出口同比增逾 20%，2022 年出口同比面临较高的基数。以美国为首的发达国家耐用品消费需求大概率走弱，带动全球需求动能降温。俄乌局势挫伤欧洲经济，全球需求因而缩减，中国 4 月出口下降冲击全球供应链，同样对全球供需带来一轮扰动。但今年以来出口持续超预期，其中汽车和新能源产业链是不可忽视的两大板块。

总体而言，国内疫情最糟糕的时候或已过去，消费在缓慢地复苏。我们坚定看好新兴产业，如光伏、风电、核电等新能源占比持续提升下的新型能源体系建设。另外随着各大新老造车势力不断推出竞品车型，将开启汽车从燃油化向电动化变迁之后的又一大浪潮，即智能化。

港股市场

三季度港股市场所面临的主要风险仍可能是美股调整的连带风险，但预计港股市场或有望展现一定的韧性，主要是得益于更多利好政策、较有吸引力的估值以及南向资金的持续流入等因素的支持。

展望未来，市场关注的核心矛盾可能会转向政策举措是否能被验证。在市场反弹的第一阶段，估值和情绪率先修复，后续宏观环境和企业盈利的筑底反弹则是市场持续上涨的关键。外部方面，美国 5 月 CPI 涨幅超预期，也或使美联储紧缩的节奏和力度进一步加剧。美国国债收益率大幅上升、美元显著升值以及交易衰退预期带来的美股市场大跌也不排除会引发进一步波动。综上，虽然外围市场政策紧缩和经济衰退的忧虑引发的市场动荡可能仍将是导致海外中资股波动的主要来源，但预计港股市场或有望展现一定的韧性。

三季度港股市场背后的四条逻辑包括：1、政策层面，市场在逐步看到互联网板块监管环境趋于正常化之后，投资者情绪获得实质性提振；2、经济层面，近期的经济数据也在上个月疫情防控措施缓解后取得回暖，这也对抬升市场风险偏好起到了积极作用；

3、资金层面，近期南向资金保持流入，且流入步伐有逐步加快趋势，海外资金流出规模有所收窄；4、估值层面，估值即便在近期小幅反弹之后仍是处于偏低的水平，中长期来看企业盈利和估值也有望得到同步抬升。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	医药行业经过接近一年的调整，整体板块进入估值底部区域，二季度疫情对医药整体影响有限，部分行业业绩仍保持高速增长，预计将成为半年报业绩期关注焦点，结合需求恢复以及业绩稳定，建议关注消费医疗、CXO 及自主可控推动进口替代的企业。
电子	消费电子行业目前处于去库存阶段，今年 1-5 月国内手机出货量大跌 30%左右，主要原因在于：1、去年基数较高；2、疫情、通胀导致下游需求下滑。我们认为 5 月之后，手机月度出货量同比降幅收窄，此外三季度将迎来消费电子旺季，我们看好消费电子产业在三季度见底回升。 半导体方面，受制于下游消费电子需求减弱，半导体板块最近表现较差，但随着 Q3 消费电子旺季来临，板块有望见底回升。此外下游面向汽车的芯片持续供不应求，例如功率、IGBT 等等，我们看好汽车芯片的长期发展。
新能源汽车	国内市场二季度虽然受到疫情影响，但 5 月国内销量仍然超预期，下游需求旺盛，近期行业排产数据大幅回升，景气度回到高位。下半年开始，伴随更多新车型的释放，需求端有望进一步受到刺激释放，预计全年渗透率稳步提升，销量同比实现快速增长。 建议关注几条主线：1) 供给持续偏紧的环节，包括隔膜、负极（石墨化）、铝箔；2) 盈利能力有望从底部恢复的电池环节。
光伏	近期伴随风光大基地陆续开工，整体推进有序进行，国内装机需求保持高位。同时，欧洲受到地域政治因素影响，急于进行能源转型，加速对于风光装机的需求，美国关税政策有望放松，海外高价市场需求有望快速释放。建议关注几条主线：1) 盈利修复明显的环节，包括电池、组件；2) 盈利能力较为稳定、景气度始终维持高位细分环节，比如逆变器、光伏设备。

2022 年三季度债券市场展望与策略

债券市场展望

二季度债市总体表现较好，流动性持续宽松，利率水平特别是短端利率整体下行明显并处于较低水平，宽信用进展较慢，债券配置需求较强，加之债券供给较弱，信用债一级发行倍数持续走高。期间尽管有美联储加息、中美利率倒挂、人民币贬值等不利因素，但资金面和经济基本面总体有利债市。

5 月底以来，在前期收益率水平极限压缩下短期存在反弹风险，利率有所回升。资金面受专项债加速发行，以及宽信用推进影响，预计总体将有所收敛；经济基本面在疫情冲击减弱、稳增长措施持续推进下大概率缓慢复苏，对长端利率可能形成压力。但疫情、政策、经济恢复速度仍存在不确定性，三季度利率水平整体可能维持震荡，上下空间较小。

债市策略

未来货币政策进一步放松空间有所制约，财政政策维持积极，经济逐步复苏，资金面预计收敛，利率水平波动加大。后续利率债方面建议适当降低杠杆、缩短久期，保持灵活性。信用债方面，随着经济恢复信用风险将有所下降，继续追求票息收益，适当下沉，但仍须避免民营地产、尾部城投等高风险领域，同时要考虑策略性价比，配置不同品种、期限的组合。

（此处为文章结尾）