

报告摘要

2023 年四季度 A 股市场展望与投资策略

国内方面，年初国内 PMI 在 1-2 月份上行，在 3 月份短暂徘徊后开始快速回落，直至 6 月份企稳。虽然二、三季度有所修复，但是绝对值仍然处于低位，可以看出经济总需求仍然不足。在当前阶段，市场的关注度较多集中于宏观经济政策，诸多期待聚焦在政策的出台。但实际上，内生的经济周期同样值得关注，年中或许是本轮经济的底部，这点从工业品价格走势可以看出端倪。后续其他需要关注的是地方债的化解、中美关系的走向。

海外方面，美联储 2023 年 9 月议息会议中，保持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5%，符合市场主流预期，这是自 2022 年 7 月加息以来第二次暂停加息。美联储延续了偏鹰的姿态，主要是对经济增长相对更有信心，对增长的理解从温和转变为稳健，并认为就业市场虽有所放缓但保持强劲。值得注意的是，点阵图对未来降息预期的下修，略超市场的预期。我们认为，美联储没有改变对通胀的警惕，这对应加息周期仍无法确认结束。展望来看，点阵图将 2024 年和 2025 年终端政策利率预期分别上调至 5.125% 和 3.875%，对明年降息预期形成一定程度上的压制。

三季度市场经历了较大幅度的调整，人工智能相关的计算机，通信和传媒几个行业在三季度调整均达到 10% 左右，原因有两方面：一方面是海外人工智能没有出现爆款应用的落地，高频使用人数也出现了停滞，让市场对板块的投资逻辑产生了分歧；另一方面，上半年相关公司涨幅较大。我们认为人工智能带来的生产力的跃迁大概率会成为未来的投资主线之一。在这个思路下，人工智能加持机器人将是未来较清晰的一个新应用，我们看好这个领域的国内外优秀公司的潜力。

2023 年四季度港股市场展望与投资策略

在 A 股再度承压且海外资金持续大举流出的背景下，港股市场过去一段时间持续上下起伏大幅波动，我们认为其背后主要原因便是对政策支持的不定期期待和实际没有完全兑现的拉锯。海外方面，美国经济韧性较强，同时通胀处在正确的下降通道之中，货币紧缩政策处于尾声、信贷紧缩、增长缓慢下行但不至于衰退。市场可能需要时间消化美联储在更长时间内维持高利率的负面因素影响。

展望四季度，我们认为市场可能仍会维持区间震荡且结构性机会为主的格局，直到更多且对症的政策措施落地兑现，但出台节奏可能依然遵循着循序渐进的思路。后续值得关注或者期待的潜在举措可能包括进一步非对称降息，一线城市地产政策的更多优化，以及更多的财政支出等。中期维度来看，我们认为中国经济温和复苏和美联储货币紧缩政策边际转向的中期维度趋势均较为确定，且当前香港市场较低的估值水平和潜在经济政策出台有望提供支撑。较低估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。政策推高不足托底有余可能对应市场短期上有顶下有底，我们建议关注平衡型配置策略，一方面聚焦于成长赛道业绩能见度较高、体量较大的龙头企业，另一方面关注低估值和高分红的优质标的。

2023 年四季度债券市场展望与投资策略

9 月中旬降准落地，幅度及节奏均符合市场预期，一定程度上缓解了 8 月以来资金面持续偏紧的局面，估算本次降准将释放长期资金规模 5000 亿左右，银行资金成本进一步降低。8 月社融虽然超预期，但结构失衡，增量主要依赖政府债券支撑，居民及企业中长期贷款增长乏力，9 月为保社融数据，政府债供给较为集中，市场资金面显著收紧。目前来看，四季度债券供给处于历史较低分位，需要警惕资产荒可能导致的收益率上行进而可能引发净值波动，不排除理财赎回引起基金赎回的负反馈可能性，但鉴于去年的经验，机构大多重视产品的流动性管理，我们预计收益率上行即使出现也可能是阶段性、小规模。

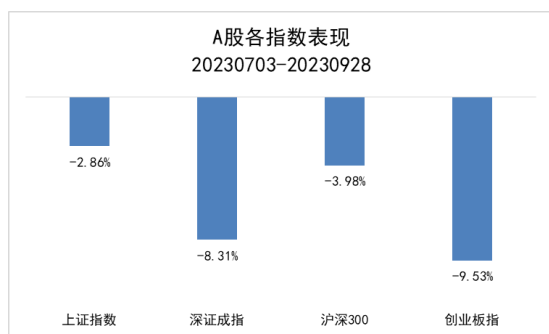
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2023 年三季度市场回顾

A 股震荡后筑底，博弈政策预期

进入三季度，政策预期成为 A 股关键的变量，7 月 24 日政治局会议的定调积极，带动市场信心回暖，而进入 8 月中旬市场对于政策效果出现分歧，回吐前期涨幅并再次下探。伴随 8 月下旬活跃资本市场一系列政策推出，对于政策预期的博弈仍在进行，8 月经济数据出现改善，而市场增量资金不足，A 股仍在底部横盘。

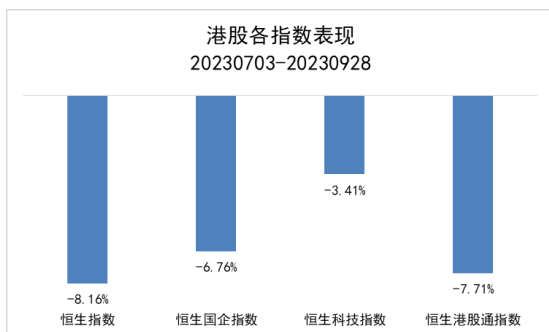
板块表现上，市场并未出现明显主线，在大宗商品价格上涨的背景下，煤炭、石油石化板块领涨，此外政策的利好推动非银金融、银行、房地产板块涨幅居前，而成长板块估值则出现压缩，电力设备、传媒、计算机、国防军工、电子板块跌幅较大。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股表现疲弱，外部冲击减弱

三季度港股走势主要跟随 A 股，国内经济增长和政策预期相对低迷，A 股市场表现疲弱，港股也延续震荡，投资者情绪整体较弱，海外资金仍然呈流出趋势，反映出对中国未来经济增长前景的担忧。海外方面，美联储 9 月未加息，但未来降息可能需要更长时间。板块表现上，农林牧渔、煤炭、通信、医药生物板块涨幅居前，美容护理、电力设备、环保等板块跌幅较大。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

2023 年四季度经济展望与投资策略

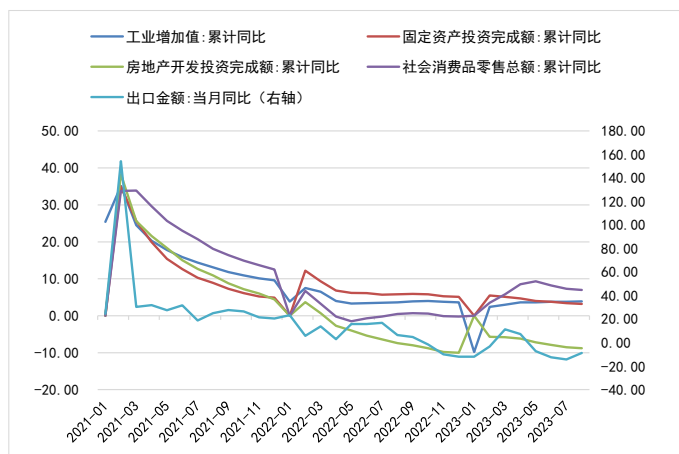
恒生前海基金 投资部

中国宏观经济回顾

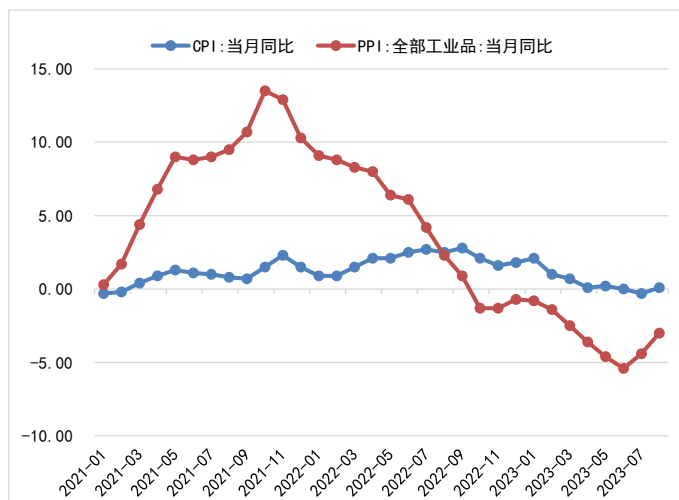
经济基本面

7 月社融数据远低于预期，一是经济边际改善缓慢，二是二季度信贷需求提前透支导致后续储备不足。7 月 PPI 同比、环比均为负，但降幅均较上月收窄，CPI 环比由降转涨，同比降幅收窄，需求虽弱于供给，但缺口开始边际改善。随着 8 月降息、9 月降准先后落地，各地陆续出台房地产松绑政策，8 月高频数据均出现明显改善，市场对 7 月的阶段性底部或已达成共识，但对基本面对后续弹性及持续程度仍较为谨慎，对当前政策刺激力度信心仍有一定分化。

目前城中村改造被市场重点讨论，带来一定程度想象空间，但我们认为实际效果大概率是对投资层面的拉动，在销售端，虽然近期解除限购后一二线城市成交量边际显著改善，但是考虑到三四线城市实际供需，未来地产销售去化将长期处于低位运行。



国内外制造业产需均在弱化，国际大宗商品价格整体下行，今年 1-6 月，国内 PPI 连续 6 个月同比降幅扩大，7 月降幅收窄，我们认为 PPI 大概率已完成触底，随后将逐步传导至 CPI。



2023 年四季度权益市场展望与策略

A 股市场

国内方面，年初国内 PMI 在 1-2 月份上行，在 3 月份短暂徘徊后开始快速回落，直至 6 月份企稳。虽然二、三季度有所修复，但是绝对值仍然处于低位，可以看出经济总需求仍然不足。在当前阶段，市场的关注度较多集中于宏观经济政策，诸多期待聚焦在政策的出台。但实际上，内生的经济周期同样值得关注，年中或许是本轮经济的底部，这点从工业品价格走势可以看出端倪。后续其他需要关注的是地方债的化解、中美关系的走向。

海外方面，美联储 2023 年 9 月议息会议中，保持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5%，符合市场主流预期，这是自 2022 年 7 月加息以来第二次暂停加息。美联储延续了偏鹰的姿态，主要是对经济增长相对更有信心，对增长的理解从温和转变为稳健，并认为就业市场虽有所放缓但保持强劲。值得注意的是，点阵图对未来降息预期的下修，略超市场的预期。我们认为，美联储没有改变对通胀的警惕，这对应加息周期仍无法确认结束。展望来看，点阵图将 2024 年和 2025 年终端政策利率预期分别上调至 5.125% 和 3.875%，对明年降息预期形成一定程度上的压制。

三季度市场经历了较大幅度的调整，人工智能相关的计算机，通信和传媒几个行业在三季度调整均达到 10% 左右，原因有两方面：一方面是海外人工智能没有出现爆款应用的落地，高频使用人数也出现了停滞，让市场对板块的投资逻辑产生了分歧；另一方面，上半年相关公司涨幅较大。我们认为人工智能带来的生产力的跃迁大概率会成为未来的投资主线之一。在这个思路下，人工智能加持机器人将是未来较清晰的一个新应用，我们看好这个领域的国内外优秀公司的潜力。

港股市场

展望四季度，我们认为市场可能仍会维持区间震荡且结构性机会为主的格局，直到更多且对症的政策措施落地兑现，但出台节奏可能依然遵循着循序渐进的思路。后续值得关注或者期待的潜在举措可能包括进一步非对称降息，一线城市地产政策的更多优化，以及更多的财政支出等。中期维度来看，我们认为中国经济温和复苏和美联储货币紧缩政策边际转向的中期维度趋势均较为确定，且当前香港市场较低的估值水平和潜在经济政策出台有望提供支撑。较低估值水平不仅将为市场抵御外部波动提供缓冲，也有望使港股市场对增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。虽然政策推高不足托底有余可能对应市场短期上有顶下有底，我们建议关注平衡型配置策略，一方面聚焦于成长赛道业绩能见度较高、体量较大的龙头企业，另一方面关注低估值和高分红的优质标的。

两地看好的行业

关注行业	看好原因
医药	医药板块在目前时点兼具进攻和防守，板块估值已经在历史相对底部区间，基金持仓角度看，因为前期医疗反腐原因，医药的机构持仓已经非常低，但减肥药等新品类让大家看到了医药创新潜力。
电子	品牌手机和其自研芯片的回归，让市场对中国科技自力更生的信心得到提振，国产化会依然是电子板块的长期主线之一，而后续折叠屏、MR 等新品有望带动消费电子景气度上行。 另外 AI 或将继续带领科技创新，存储等半导体周期有望率先开启上行周期，板块后面依旧有诸多看点。
新能源	头部厂商机器人产品预计明年上半年推出，从其产品更新视频来看，人形机器人的进步越来越显著，商业化落地概率持续提升。 新能源汽车价格战虽让汽车厂商盈利都有所承压，但我们也看到 L3 智能化普及速度的加快，智能化领先的厂商会提高自己的产品竞争力，发掘新的收费模式，摆脱价格战困扰。
光伏	市场对光伏行业产能担忧，光伏估值也降到 5 年来相对低位，但降本增效会是光伏行业持续推进的过程，掌握新技术的光伏公司依然存在结构性机会。

2023 年四季度债券市场展望与策略

债券市场展望

9 月中旬降准落地，幅度及节奏均符合市场预期，一定程度上缓解了 8 月以来资金面持续偏紧的局面，估算本次降准将释放长期资金规模 5000 亿左右，降准当日 MLF 到期 4000 亿【利率 2.75%】，投放 5910 亿【利率 2.50%】，净投放 1910 亿元，银行资金成本进一步降低。8 月社融虽然超预期，但结构失衡，增量主要依赖政府债券支撑，居民及企业中长期贷款增长乏力，9 月为保社融数据，政府债供给较为集中，市场资金面显著收紧。目前来看，四季度债券供给处于历史较低分位，需要警惕资产荒可能导致的收益率上行进而可能引发净值波动，不排除理财赎回引起基金赎回的负反馈可能性，但鉴于去年的教训，机构大多重视产品的流动性管理，我们预计收益率上行即使出现也多是阶段性、小规模。

高频数据来看，国内经济基本面 7 月大概率是阶段性底部，但后续弹性及持续程度仍不明朗，市场虽然普遍对底部形成共识，但对当前政策刺激力度信心仍有一定分化。我们对未来居民企业信贷增量情况保持谨慎，CPI 显示内需压力仍然处于高位，实体经济后续动能不足。为稳定市场、推动基本面持续改善，四季度或有可能出现增加政府债供给、降息等刺激政策，具体仍需观望当前政策后续实际效果。当前城中村改造成为市场热点，给市场带来一定想象空间，但我们认为效果更大概率是对投资端的拉动，在销售层面，虽然政策出台后一二线城市短期内地产销售边际改善，但统观全国地产的供需结构，未来销售去化将长期处于低位徘徊。

债市策略

随着 8 月降息、9 月降准先后落地，各地陆续出台房地产松绑政策，高频数据均出现筑底反弹迹象，但后续动能及持续性预期仍存在较大不确定性，三季度政府债供给较为集中，资金面从 8 月份开始偏紧，降准、降息虽有一定缓解，但债券市场从 9 月初开始下行趋势，随着经济基本盘企稳回弹，十年国债收益率或有上行空间。

目前测算四季度债券供给或将处于历史中等偏低分位，不排除四季度出现一定程度资产荒导致的收益率有所下行，但考虑到年末向来流动性收紧，要警惕债券市场因理财、基金负反馈赎回可能导致的踩踏式下跌，建议需提前做好流动性管理以避免重蹈去年覆辙。

城投债风险长期存在，随着地产行业风险逐渐出清，未来不排除城投信仰被打破，弱区域低层级主体将逐步回归市场化，在不触发系统性风险的前提下，部分城投或出现市场化违约，城投债投资应规避信用下沉，针对高等级主体可适当拉长久期追求获取额外收益。

（此处为文章结尾）