

报告摘要

2023 年三季度 A 股市场展望与投资策略

国内方面，6 月战略性新兴产业采购经理人指数（EPMI）为 50.7，持平前值，结束了此前连续 3 个月的下行态势。其中有几个指标值得关注：（1）供给强于需求的特征延续，生产与订单差距进一步走扩；（2）出口订单继续下降；（3）生产环比好于订单，库存由降转升；（4）销售价格环比持续下降，企业利润继续承压。

海外方面，美联储暗示年内还有 50 个基点的加息幅度，但因美联储主席未明确给出加息信号，市场隐含的加息预期并未发生显著变化。叠加国内复苏较弱，人民币汇率加速调整。从目前国内的政策落地来看，大概率仍遵循重托底、不刺激的思路。

市场层面，二季度市场主线依然在人工智能，人工智能板块成交活跃度依然保持高位，资金在硬件基础设施和应用端相互切换。从产业逻辑来看，人工智能的产业化落地，从而带动生产力的提升，这个共识已经被市场广泛接受。在交易层面，今年以来相关公司涨幅较大，交易的拥挤度值得关注，或存在阶段性调整的风险。在经济复苏的强度没有显著上升的市场环境下，人工智能主题或继续成为未来市场的主线之一，建议重视相关应用场景的落地所带来的投资机会。

2023 年三季度港股市场展望与投资策略

最新的降息表明推动经济增长企稳仍然是政策的当务之急，但是从政策有效性角度看，当前流动性已经较为充裕但增长依然乏力情形表明政策支持不能仅仅局限在货币政策领域。6 月中旬的国常会也传递出更多潜在利好性政策措施正在酝酿中的信号。短期来看，切实有效的政策（例如房地产行业政策）是否会出台可能是推动经济恢复增长动能的关键性举措。外部方面，美联储加息周期暂停和中美关系潜在边际性缓和有望提振市场情绪。

中期维度来看，中国经济温和复苏和美联储政策转向均较为确定，且当前估值水平和利好政策有望提供支撑。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。因此我们建议关注结构性机会，一方面聚焦于成长赛道业绩能见度较高、体量较大的龙头科技企业，另一方面关注具有高分红潜力的优质国企标的。

2023 年三季度债券市场展望与投资策略

目前信用利差、期限利差均处于历史较低分位，债市上行空间有限，但边际利空预期也不强。资本市场流动性十分充足，资产荒现象未有明显改善，对实体经济刺激效果一般，未来大概率会出现行业针对性刺激政策。目前信用、期限利差已被过度压缩，无论是骑乘策略还是信用下沉都不具备较高性价比，建议优先考虑流动性高、期限短的标的，静待市场变化。

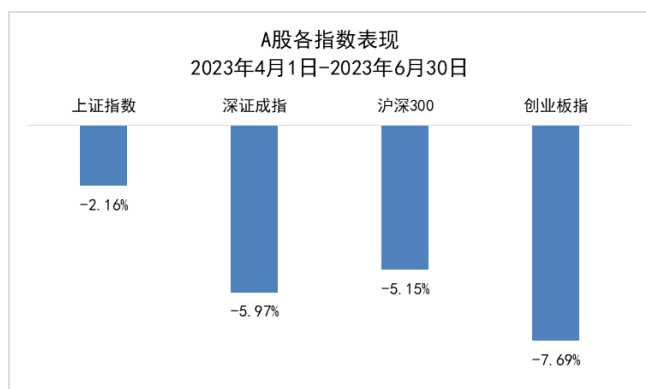
城投化债风险长期存在，对城投再融资的监管力度不断加强，弱区域主体融资成本高，地方财力能够提供支持有限，付息压力大。若无法得到资本市场的流动性输入，可能造成收益率上行，进而出现负反馈。建议需谨慎对待债务率高、地方财力弱的城投主体，避免信用过度下沉。

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 年二季度市场回顾

A 股走强后进入区间震荡，板块风格切换

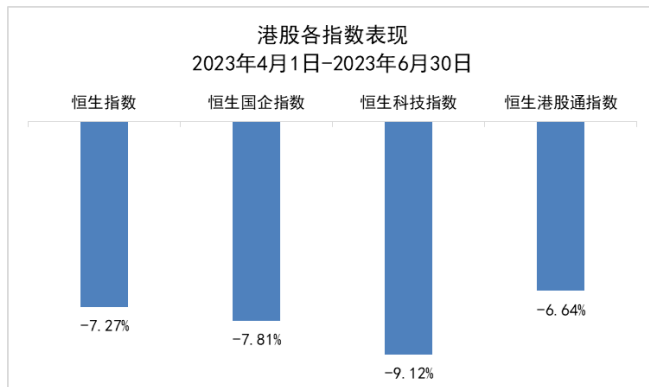
上半年国内经济复苏动能先升后降，一季度呈现反弹，而二季度以来出现超预期下行，企业投资意愿和居民消费意愿较低，整体信心不足，经济下行压力较大，市场所期待的经济刺激政策在二季度内并未强力推出，A 股在波动中向下，市场整体情绪较淡。企业盈利方面，受到价格回落、库存周转趋缓以及企业利润滞后确认等因素影响，A 股盈利底部仍然需要进一步夯实。板块表现方面，存量博弈下主题投资热度持续，通信、传媒、AI 概念表现占优，地产产业链下跌明显。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

担忧经济增长前景，港股向下回调

受一系列弱于预期的国内经济数据以及对于前期过于乐观的美联储政策转向预期出现变化等因素影响，香港市场在 4 月至 5 月的时间段内进一步走低，整体来看，成长板块占比较高的恒生科技指数回调幅度居前。不同于美股市场近期的明显上涨，包括港股在内的中国市场延续了自 3 月底以来的弱势调整走势，反映出投资者情绪整体较弱，主要是出于对中国未来经济增长前景的担忧。此外，随着官方公布的一系列经济数据表现不及预期，海外资金外流压力加大，美元兑人民币汇率也持续贬值趋势，随即又引发了新一轮调整压力。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

2023 年三季度经济展望与投资策略

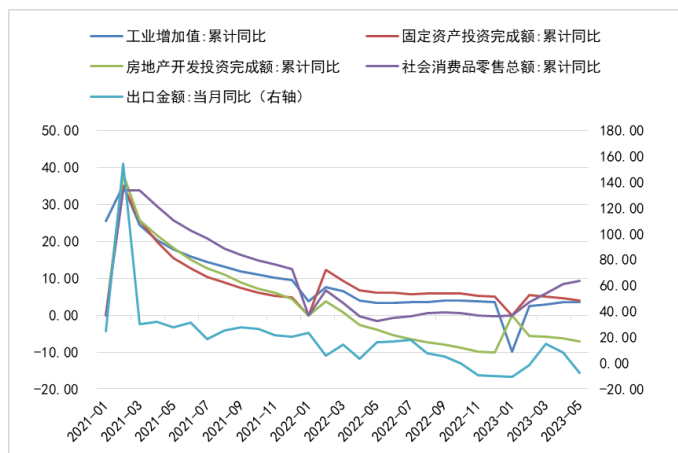
恒生前海基金 投资部

中国宏观经济回顾

经济基本面

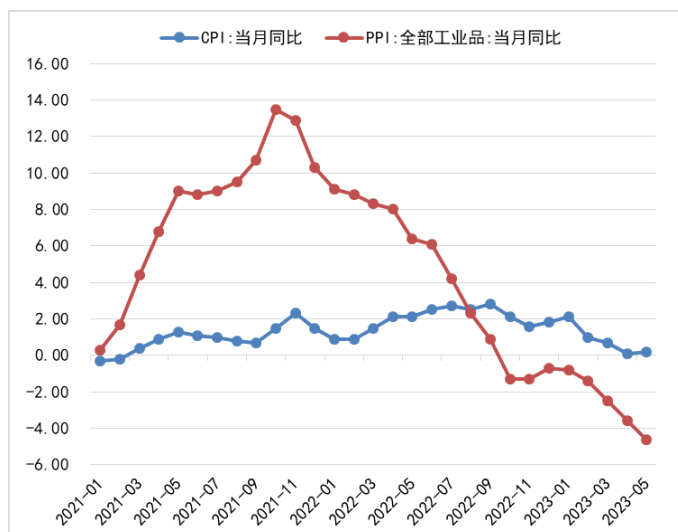
上半年经济整体呈现弱复苏态势，一季度全国 GDP 增速 4.5%。随着海内外需求边际弱化，PMI 从 4 月份开始位于荣枯线以下，叠加人民币贬值因素，前 5 个月进出口数据有所弱化，按美元计价总值 2.44 万亿美元，下降 2.8%。其中，出口 1.4 万亿美元，增长 0.3%；进口 1.04 万亿美元，下降 6.7%；贸易顺差 3594.8 亿美元，扩大 27.8%。

上半年地产投资同比降幅 7%左右，仍处于下行趋势，边际无明显改善，除非有强刺激政策，否则未来或长期拖累。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

国内外制造业产需均在弱化，国际大宗商品价格整体下行。1-5 月，国内 PPI 已连续 5 个月同比降幅扩大，但 6 月战略性新兴产业采购经理人指数 (EPMI) 50.7，与前置持平，某种程度上说明 PMI 已经见底，未来或企稳回升。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

2023 年三季度权益市场展望与策略

A 股市场

国内方面，6 月战略性新兴产业采购经理人指数（EPMI）为 50.7，持平前值，结束了此前连续 3 个月的下行态势。其中有几个指标值得关注：（1）供给强于需求的特征延续，生产与订单差距进一步走扩；（2）出口订单继续下降；（3）生产环比好于订单，库存由降转升；（4）销售价格环比持续下降，企业利润继续承压。

6 月份，1 年期和 5 年期 LPR 均调降 10BP，这是 2020 年以来两者第一次采取相同降幅。5 年期 LPR 既影响居民的购房行为，又是政府稳定房价、地价特别是稳定预期的重要手段，后续调整可能会参考房价的表现。房贷利率方面，由于房价偏弱，全国首套房贷利率建立了动态调节机制，房价同比和环比连续 3 个月下降的城市可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。因此，房贷利率的降幅不会受到 5 年期 LPR 的约束，不仅导致央行继续调降 5 年期 LPR 的动力减弱，也可以作为没有出台更多“因城施策”政策的解释。

海外方面，美联储暗示年内还有 50 个基点的加息幅度，但因美联储主席并未明确给出加息信号，市场隐含的加息预期并未发生显著变化。叠加国内复苏较弱，人民币汇率加速调整。从目前国内的政策落地来看，大概率还是重托底、轻刺激的思路。

二季度 A 股市场小幅调整，主要的宽基指数均出现下跌。部分顺周期的板块如建筑建材、房地产、化工、煤炭、有色等均有 10% 左右的下跌；消费板块更加疲弱，美容护理、商贸零售和食品饮料板块的跌幅均超过 10%。而市场主线则依然围绕在人工智能主题，通信和传媒板块二季度涨幅均超过 10%，领涨全 A 股市场，是市场少有的亮点。

人工智能板块成交活跃度依然保持高位，资金在硬件基础设施和应用端相互切换。从产业逻辑来看，人工智能的产业化落地，从而带动生产力的提升，这个共识已经被市场广泛接受。在交易层面，今年以来，相关公司涨幅较大，交易的拥挤度值得关注，或存在阶段性调整的风险。在经济复苏的强度没有显著上升的市场环境下，人工智能主题或将继续成为未来的市场主线之一，我们将重视人工智能在应用端的落地，如办公提效、人形机器人等，都是不错的场景，特别是在中国制造业产业链的支撑下，产业化进程有望加速，所带来的投资机会值得我们关注。

港股市场

目前经济复苏整体不及预期，市场期待政策支持力度加大。在过去一个月国内诸多数据低于预期后，最新公布的数据再度表现不佳，表明一季度出现的经济复苏动能已明显减弱。最新的降息表明推动经济增长企稳仍然是政策的当务之急，但是从政策有效性角度看，当前流动性已经较为充裕但增长依然乏力的情形表明政策支持不能仅仅局限在货币政策领域。

6 月中旬的国常会也传递出更多潜在利好性政策措施正在酝酿中的信号。

短期来看，切实有效的政策（例如房地产行业政策）是否会出台可能是推动经济恢复整体增长动能的关键性举措。外部方面，美联储加息周期暂停和中美关系潜在边际性缓和有望提振市场情绪。

中期维度来看，中国经济温和复苏和美联储政策转向均较为确定，且当前估值水平和利好政策有望提供支撑。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。因此我们建议关注结构性机会，一方面聚焦于成长赛道业绩能见度较高、体量较大的龙头科技企业，另一方面关注具有高分红潜力的优质国企标的。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	医药板块历年来都具备较强的避险属性，属于刚性需求。目前中药依然是政策倾斜的领域，具备产业、政策、业绩等多重共振。创新药等领域已经调整到较低位置，赔率凸显。
电子	人工智能带来的技术创新成为市场最关注的重点之一，硬件升级或将带动产业链个股从下半年开始兑现业绩。半导体产业由于其成长+周期的属性，三季度有望进入周期反转区间。另外龙头科技公司 MR 产品下半年有望出货，其产品口碑将会被大众检验，产业链表现值得期待。
新能源	下半年多家厂商或将推出有竞争力的车型，市场对新能源车的观望情绪有望缓解，压抑的需求可能有所释放。另外新能源车下乡政策叠加购置税减免延期政策使下半年的行业政策环境好于上半年。 细分领域中，人形机器人成为市场关心的新主线之一，随着机器人成本下行，机器人已经具备较高性价比，随着机器人在巡检、物流等下游多领域应用，产业链值得重点关注。
光伏	硅料价格近期下跌到近 6.5 万元/吨，不少公司停产检修，当下价格已导致二线厂商普遍出现亏损。但行业需求依然强劲，重点关注那些具备成本优势和技术优势的公司。

2023 年三季度债券市场展望与策略

债券市场展望

国内方面，2022 年四季度至 2023 年一季度的理财赎回潮造成银行理财规模短期内形成较大缺口，资金大量流入银行表内存款。今年二季度以来流动性一直保持较为宽松，随着银行存款利率普遍调低，理财相较存款性价比回升，对信用债配置有一定增量需求。信贷供需层面看，供给充足，PPI、PMI 以及社融数据表明经济整体处于弱复苏阶段，制造业产需端均偏弱，地产弱复苏短期难有明显改善，居民新增杠杆意愿不强，各种因素叠加导致实体信贷需求弱于供给。随着 6 月降息落地，狭义流动性进一步增加，未来需关注流动性引导政策，大概率具有较强的行业针对性。城投风险长期存在，以时间换空间的化债思路只是将风险后置，无法从根本上解决债务压力，城投信用分化或将加大。

海外方面，欧美经济体整体高通胀，美联储的强力加息虽然较为有效遏制通胀增长，但将通胀指标压降至目标水平仍较为困难，加息导致的美债收益率上行对银行资产端造成较大的贬值压力。通胀虽得到有效控制，但不能忽视能源价格下降的贡献，目前美国经济通胀仍处于较高水平，6 月虽然暂缓加息，但从点阵图分析，年内或有 50BP 加息空间。

债市策略

6 月降息落地，收益率小幅上扬，我们认为主要是因为降息预期被市场提前过度消化，随着靴子落地，收益率均值回归。目前信用利差、期限利差均处于历史较低分位，债市上行空间有限，但边际利空预期也不强。

资本市场流动性十分充足，资产荒现象未有明显改善，对实体经济刺激效果一般，未来大概率会出现行业针对性刺激政策。

目前信用、期限利差已被过度压缩，无论是骑乘策略还是信用下沉都不具备较高性价比，我们建议优先考虑流动性高、期限短的标的，静待市场变化。

城投化债风险长期存在，对城投再融资的监管力度不断加强，弱区域主体融资成本高，地方财力能够提供支持有限，付息压力大。若无法得到资本市场的流动性输入，可能较易造成收益率上行，进而出现负反馈。我们认为需谨慎对待债务率高、地方财力弱的城投主体，不建议信用过度下沉。

（此处为文章结尾）