

报告摘要

2024 年一季度 A 股市场展望与投资策略

2023 年对权益投资来说是艰难的一年，市场震荡主要受海外高利率与国内弱复苏所影响，美债利率直到 2023 年 10 月前持续攀升。展望 2024 年，美国经济的走弱或将驱动美联储逐渐开启降息周期，这有利于新兴市场的整体表现；国内方面，近期的经济下行压力可能会提升国家加大刺激政策的概率。如果海外降息与国内经济政策加码同时出现，在 A 股当前的估值水平下，权益投资的机会是大于风险的。

估值方面，上证指数跌破 2900 之际，PB 估值跌破 1.2 倍，沪深 300 指数的 PB 也跌至 1.17 倍，都是近十年以来的较低水平。相反，万得微盘股指数 2023 年涨幅超 49%，表现抢眼。权重股的下跌和微盘股的上涨，体现了投资人对实体经济的信心不足。

2023 年四季度市场跌至年内新低，在当前估值水平下，我们认为 A 股市场具备较强的投资价值。未来较为看好如通用人工智能、人形机器人、智能驾驶、新材料等新技术的突破和产业化放量带来的投资机会。从 0 到 1 的技术突破，权益市场的反应往往是波动较大、以主题性行情为主。但是从 1 到 10 的产业化落地带来的投资机会，是具有趋势性且持续性较强，这是我们努力寻找的投资方向。

2024 年一季度港股市场展望与投资策略

展望 2024 年一季度，港股市场可能仍会维持区间震荡且以结构性机会为主的格局。港股反弹的高度和持续性还需要更多宏观支持政策落地的配合，以进一步恢复居民和企业中长期信心。海外方面，美国经济韧性较强，软着陆概率较大，同时通胀处在正确的下降通道之中，因此只要通胀不出现明显回升，不排除 2024 年降息时点会比点阵图预测的更早的可能。

中期维度来看，我们认为中国经济温和复苏和美联储货币政策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。宏观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。

2024 年一季度债券市场展望与投资策略

由于 2023 年同期基数较高，2024 年一季度经济数据同比读数预计不会太高，同时要关注市场对 2024 年全年增长目标的设定，若预期目标过高市场操作可能偏保守。从财政角度看，在 2023 年新增 10000 亿国债中预留 5000 亿在 2024 年使用以及 2023 年四季度超大规模利率债供给背景下，2024 年一季度财政资金大概率相对充裕，市场供给相对平稳，资金面不会有太大的收敛压力。货币政策方面，对美联储降息预期市场已形成共识，人民币汇率自 2023 年 11 月以来持续走强，汇率稳定压力有所缓解。

随着 2023 年 12 月迎来银行第三轮下调存款利率，银行存贷净息差压力有所缓解，为日后 LPR 调降打开空间。近期高频数据表明，国内经济活力整体偏弱，居民及中小企业投资意愿不强，M1/M2 剪刀差走扩，社融存在结构性失衡，经济数据大概率将延续偏弱，宽财政、宽货币政策对经济刺激不及预期，资金被动在金融系统空转，宽信用已迫在眉睫，2024 年一月需重点关注 LPR 是否调降以及 2023 年 12 月高频数据是否有个别超预期表现。

目前信用利差、期限利差均处于历史较低分位，叠加未来降息预期，我们对债市持谨慎乐观态度，配置上建议以短久期为主，关注后续高频数据及政策落地情况。

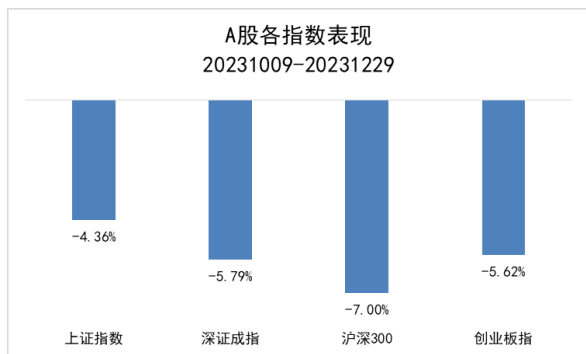
2023 年四季度市场回顾

市场信心不足，A 股继续下探

2023 年四季度，A 股于 10 月中下旬开始走低，上证指数跌至 3000 点以下，随后出现波段性反弹补足缺口，再于 11 月下旬再度下探，至 12 月下旬上证指数跌破 2900 点，未见底部企稳。北向资金各月均呈流出趋势，外资流出的压力持续较大。

宏观基本面上，国内实际 GDP 走强，但名义增长依然疲弱，房地产市场回暖的信号并不清晰，制造业复苏较慢，居民对未来收入信心不足进而消费受到抑制；财政方面，万亿国债的发行虽超出市场预期，但年内暂未显现成效，更多的财政刺激方案暂未出台，目前投资者对于未来的经济增速和企业利润回升较悲观。

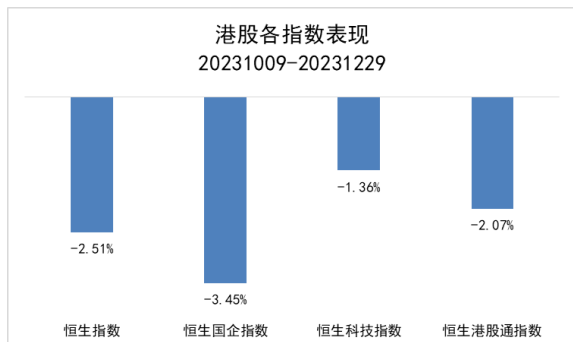
板块表现上，煤炭、电子等板块 2023 年呈正收益，其他板块多数下跌，跌幅较大的板块为建筑材料、电力设备、石油石化等。此外，北证 50 指数于四季度大幅上涨，活跃度提升，北交所标的走出独立于主板的上涨行情。概念题材上，AI、算力、机器人、GLP-1 等题材在四季度较为活跃。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股继续走弱，交易情绪冷淡

2023 年四季度，港股从 10 月初到 11 月中旬震荡，从 11 月下旬开始走弱，恒生指数创年内新低，12 月中旬起出现企稳反弹迹象，而接近月底再次走低。海外方面，美联储 2024 年降息预期加强，美股持续走高，市场注入美国经济软着陆预期，科技巨头股价向上，但投资者对于 2024 年国内经济增速预期并不明朗，港股并未体现出估值的修复。板块上，2023 年四季度港股电子板块领涨，电力设备、社会服务、建筑材料、港铁板块跌幅较大。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

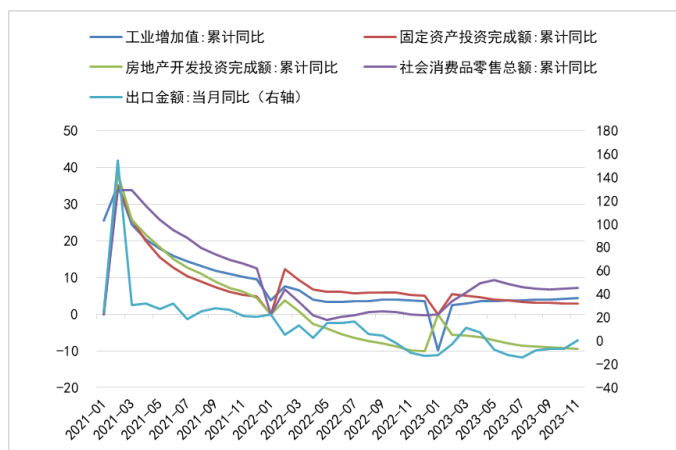
2024 年一季度经济展望与投资策略

恒生前海基金 投资部

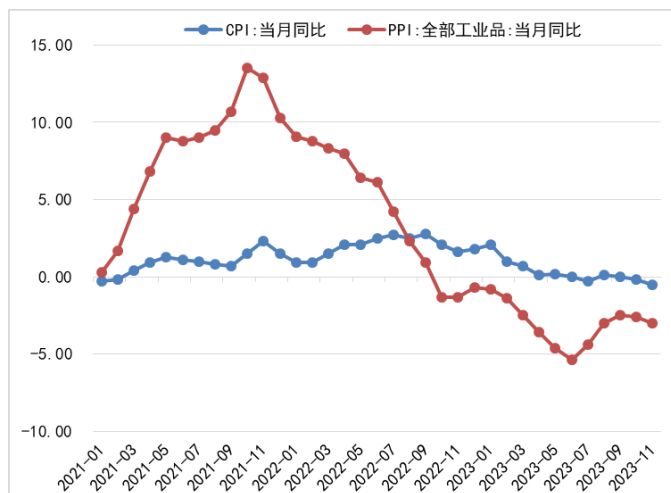
中国宏观经济回顾

经济基本面

经济基本盘在经历了三季度的触底反弹后，四季度并未延续反弹上行趋势，10 月、11 月全国制造业 PMI 连续两个月位于收缩区间，CPI、PPI 显示国内经济内生动力偏弱，需求不足。社融增量虽经历了三季度的筑底，四季度整体表现较为平稳，但是整体出现结构性失衡，政府发债占社融比例越来越高，居民及企业信贷实质上在不断收缩。地产行业带来的 GDP 缺口由基建及高端制造业填补，全年完成预定目标的压力不大。



资料来源：Wind，恒生前海基金。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

短期地产行业很难有超预期反弹，由此带来的缺口需要寻求新的经济增长点，从高频数据来看，目前大型企业整体表现处于扩张区间，反观中小规模企业则持续收缩，这也契合了社融结构性失衡的现象。居民/中小企业投资预期偏弱，加杠杆意愿不足，资金被动在金融系统空转，宽信用迫在眉睫。

2024 年一季度权益市场展望与策略

A 股市场

2023 年对权益投资来说是艰难的一年，市场震荡主要受海外高利率与国内弱复苏所影响，美债利率直到 2023 年 10 月前持续攀升。展望 2024 年，美国经济的走弱或将驱动美联储逐渐开启降息周期，这有利于新兴市场的整体表现；国内方面，近期的经济下行压力可能会提升国家加大刺激政策的概率。如果海外降息与国内经济政策加码同时出现，在 A 股当前的估值水平下，权益投资的机会是大于风险的。

估值方面，上证指数跌破 2900 之际，PB 估值跌破 1.2 倍，沪深 300 指数的 PB 也跌至 1.17 倍，都是近十年以来的较低水平。相反，万得微盘股指数 2023 年涨幅超 49%，表现抢眼。权重股的下跌和微盘股的上涨，体现了投资人对实体经济的信心不足。房地产市场各项数据的表现仍然偏弱，在经历了过去几年销售面积的大幅度下滑后，预计 2024 年我国房地产投资会跌至企稳，对经济拖累的影响逐步边际减小。

2023 年四季度市场跌至年内新低，在当前估值水平下，我们认为 A 股市场具备较强的投资价值。工信部的多次会议中，都强调要加快培育新兴产业，启动智能网联汽车准入和上路通行试点，推动北斗规模应用和卫星互联网的发展，特别强调要出台关于人形机器人、量子信息等产业的发展行动。未来较为看好新兴产业，特别是如通用人工智能、人形机器人、智能驾驶、新材料等新技术的突破和产业化放量带来的投资机会。从 0 到 1 的技术突破，权益市场的反应往往是波动较大、以主题性行情为主。但是从 1 到 10 的产业化落地带来的投资机会，是具有趋势性且持续性较强，这是我们努力寻找的投资方向。

以通用人工智能为例，其带来的硬件更新和应用落地会创造很多投资机会。Intel 发起首个 AIPC 加速计划，以 Ultra 处理器发布为重要转折点。全球 PC 市场自 2019 年底复苏以后，2020 年-2021 年因远程办公等需求，出现连续高景气行情。IDC 数据显示，2022 年全球 PC 市场总出货量为 2.923 亿台，同比下降了 16.5%。历经 2 年库存清理，目前已恢复至健康库存水平。五大 Wintel 阵营品牌厂展望，2024 年 PC 出货或将恢复增长。2024 年 AI CPU 与 Windows12 的发布，或将成为 AI PC 规模性出货的元年。市场预计 2024 年全球 AI PC 整机出货量将达到约 1300 万台，并在 2027 年成为主流品类。

另外，人形机器人是机器人中设计最复杂、控制难度最高的类型之一，具有广泛的应用前景和巨大的市场潜力。具身智能可能是 AI 的终极形态，而人形机器人则是实现具身智能的物理形态之一。人形机器人产业当前处于从 0 到 1 的产业变革阶段，AI 赋能推动解决痛点问题，海外巨头推动行业技术进步、产业降本。近期工信部发布《人形机器人创新指导意见》，有望极大加速人形机器人商用化落地进程。商业化推广，前提是产品具备优秀的性价比，这在机械部件的制造端给中国供应链带来机会。执行环节如减速器、导轨、丝杠、无框力矩电机等；传感器如触觉传感器、力矩传感器、IMU 惯导等都有中国企业的身影。

智能驾驶方面，汽车电动化已经达到了超 30% 的渗透率，未来看点在汽车智能化。政策端，我国高度重视智能网联汽车法规政策推进、技术标准制定、产业生态建设，采取了地方试验立法在先，中央总结立法在后的模式。2023 年全国+地方智能驾驶政策陆续出台，从上层政策框架、道路测试、数据管理、示范应用等多方面入手，逐渐完善政策体系，L3 级别智能驾驶落地有望取得突破。技术端，海外科技企业已经实现视觉加算法的方案，城市领航功能逐渐降低对高精地图的依赖，并有望实现端到端自动驾驶。4D 毫米波成像雷达，激光雷达在中国企业的努力下，越发具备性价比，也基本实现了前装放量的产业化。

这是一个技术飞速进步的时代，相信优秀的中国企业一定不会缺席。

港股市场

展望一季度，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。支持 2023 年 10 月底至 11 月中港股反弹的主要因素更多源自外部环境边际改善，如长端美债收益率下行带来的港股估值分母端流动性边际改善，以及中美关系缓和提振了港股风险偏好等。但另一方面，我们目前所面对的内在因素仍较为疲弱，也在 2023 年 11 月底拖累了港股进一步向上反弹的趋势。因此，后续港股反弹的高度和持续性还需要更多宏观支持政策落地的配合，以进一步恢复居民和企业中长期信心。

海外方面，美联储 2023 年 12 月议息会议决定按兵不动不加息，与市场预期一致，且点阵图显示 2024 年美联储或降息 3 次共 75bps，2025 年或降息 4 次。美联储会议已经开始讨论降息时间点的问题，并暗示即使 2024 年经济实现增长也会降息，长端美债收益率和美元指数也在会后应声下跌。我们认为，美国经济韧性较强，软着陆概率较大，同时通胀处在正确的下降通道之中，因此只要通胀不出现明显回升，不排除 2024 年降息时点会比点阵图预测的更早的可能。

中期维度来看，我们认为中国经济温和复苏和美联储货币政策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。虽然宏观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	国家和地方集采控费举动逐步落地，行业格局和预期逐渐稳定。行业反腐之后，头部厂商受益集中度提升。医疗器械端继续看好国产化替代和国际化加速。 持续关注创新赛道，关注龙头反转和海外合作突破的机会。
电子	MR 产品带动市场重拾消费电子创新信心，2024 年进入大客户产业链的个股会得到更多关注。 AI 依旧是一条不可忽视的主线，尤其关注 AI 应用在硬件端的落地，最先导入 AI 并且得到消费者认可的硬件产品会在出货量上让人惊喜。 国产化主线一直持续，尤其关注在瓶颈设备端的国产化突破。
新能源	北美大客户机器人已经进入对 C 端应用的研发，与此同时国内厂商也在加速跟进研发，从产业链角度来看，材料，传感器，部件，设备等细分赛道机会层出不穷。 新能源车方面在 800V 高压快充，复合集流体材料等细分赛道依然保持着创新的速度。
光伏	产业链正在去库存的尾声，头部厂商取消扩产计划等举动表明产业链正在慢慢脱离此前无序扩张的局面。 国家政策重提 2025 年发展新能源目标，表明光伏等新能源中长期成长空间依然巨大，静待头部厂商企稳后的机会。

2024 年一季度经济展望与投资策略

恒生前海基金 投资部

2024 一季度债券市场展望与策略

债券市场展望

由于 2023 年同期基数较高，2024 年一季度经济数据同比读数预计不会太高，同时要关注市场对 2024 年全年增长目标的设定，若预期目标过高市场操作可能偏保守。从财政角度看，在 2023 年新增 10000 亿国债中预留 5000 亿在 2024 年使用以及 2023 年四季度超大规模利率债供给背景下，2024 年一季度财政资金大概率相对充裕，市场供给相对平稳，资金面不会有太大的收敛压力。货币政策方面，对美联储降息预期市场已形成共识，人民币汇率自 2023 年 11 月以来持续走强，汇率稳定压力有所缓解。

随着 2023 年 12 月迎来银行第三轮下调存款利率，银行存贷净息差压力有所缓解，为日后 LPR 调降打开空间。近期高频数据表明，国内经济活力整体偏弱，居民及中小企业投资意愿不强，M1/M2 剪刀差走扩，社融存在结构性失衡，经济数据大概率将延续偏弱，宽财政、宽货币政策对经济刺激不及预期，资金被动在金融系统空转，宽信用已迫在眉睫，2024 年一月需重点关注 LPR 是否调降以及 2023 年 12 月高频数据是否有个别超预期表现。

债市策略

2024 年一季度可以采取信用债票息策略为主，视流动性情况适度加杠杆，久期维持稳健，挖掘不同品种信用利差的压缩空间。考虑到资本新规的落地实施以及市场供需格局变化，可以考虑择机参与银行二永债投资和交易。

利率债方面，当前曲线变平趋势有所变化，流动性改善背景下短端收益率回落，预计 2024 年一季度仍将维持这一趋势，可考虑适当配置中短端品种，调节组合久期并力求收益率下行收益。

2023 年全年城投化债各项措施逐步落地，目前市场已基本完成定价，信用利差大幅收窄，目前来看城投债投资下沉策略已不具性价比，建议考虑适当拉长久期，以追求骑乘收益。

（此处为文章结尾）