

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。

报告摘要

2024 年四季度 A 股市场展望与投资策略

进入四季度，市场的估值锚可能会逐步切换到 2025 年。预计接下来整体经济仍将维持温和复苏的态势，A 股整体盈利或仍将面临一定压力。因此红利类资产的投资或仍将在未来一段时间内成为 A 股市场持续的主线之一。在低利率的背景下，当经济暂未看到显著的向上拐点前，具备稳健经营业绩和持续分红能力的优质资产可能仍然是资金的重要配置方向。

而考虑到近期宏观政策的大幅调整，对于托底经济的意图更加确定，释放各项利好政策和流动性将会陆续产生效果，因此我们相信伴随着数据的逐步改善，顺周期的优质公司将会逐步走出低谷，迎来拐点。考虑到这类型公司前期已经跌幅较大，股价已经充分反映了悲观预期，我们认为展望到明年，这一类投资标的大概率会展现不错的投资价值。

2024 年四季度港股市场展望与投资策略

9 月底密集召开两次重磅会议，政策对于经济定调更加积极，对于提振市场信心和投资者情绪等估值分母端具有较直接的支撑。在中美利差和人民币汇率的约束下，美联储开启降息周期或将为国内货币政策提供更多宽松的条件和窗口期，这也有助于为降低国内相对偏高的融资成本打开空间，经济托底政策加码的预期升温，提振港股市场风险偏好，也有助于改善分子端预期。

目前港股市场估值水平的吸引力在逐步显现，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端盈利水平和分母端流动性因子均有望得到边际改善，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潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。

考虑到内外部约束，建议关注平衡型策略，即一方面聚焦于成长赛道中业绩能见度较高、流动性较好的龙头企业，另一方面关注拥有更为确定性股东回报的高股息标的。

2024 年四季度债券市场展望与投资策略

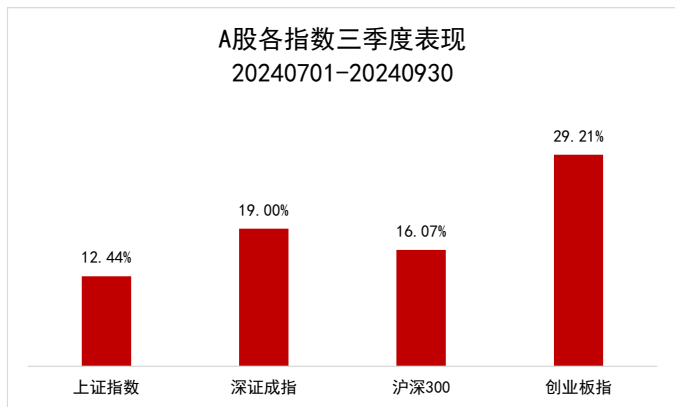
当前低利率、低通胀或持续到年底，社融支持项主要为政府债券融资，有效信贷需求长期不足，自手工补息被禁后，资金持续流向理财非银机构，配置需求激增导致资产荒成为今年债市的主流，低利率环境迫使资金拉长久期以获取收益，故年初至今长端收益率一路下行，期间央行为稳定市场，采取一系列措施控制收益率过度下行。

随着近期降准、降息以及加大财政支出的表态，短期内对债市形成较大冲击，权益市场上行对债市造成的资金外流有潜在的负反馈风险，目前建议降低久期杠杆，策略更多偏向防守，后续有待观察政策实际落地效果。

2024 年三季度市场回顾

A 股各指数强势反弹，主要指数创年内新高

A 股三季度大部分时间表现较弱，但最后一周由于政策的大幅调整，出现了剧烈反弹。从指数来看，由于最后四个交易日的暴涨，除红利低波指数略微收跌外，其余主要指数均上涨，尤其是以创业、科创为代表的科技类指数更是实现了超 20% 的收益。分板块看，非银 41% 涨幅领跑市场，其次是地产和计算机。所有行业均实现正收益，前期涨幅较大的银行、石油石化、公用事业和煤炭涨幅相对靠后。

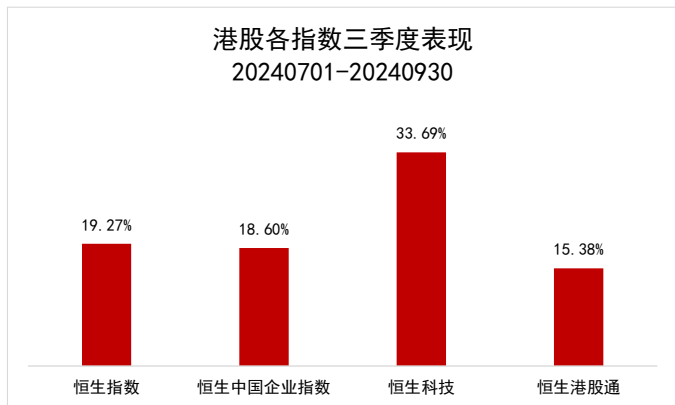


资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股见底后波动向上，上涨斜率陡峭

港股三季度先呈下探趋势，触底后开始反弹，反弹过程虽遇波动但整体收涨。进入 9 月中下旬上涨斜率陡峭，或受益于美联储 9 月开启降息带来的外资流动性改善。

指数表现上，恒生指数收红，恒生科技指数涨幅领先，恒生国企指数及港股通指数相较偏弱。分板块看，商贸零售、医药生物、家用电器、非银金融板块涨幅领先，农林牧渔、国防军工、石油石化、机械设备板块跌幅较大。



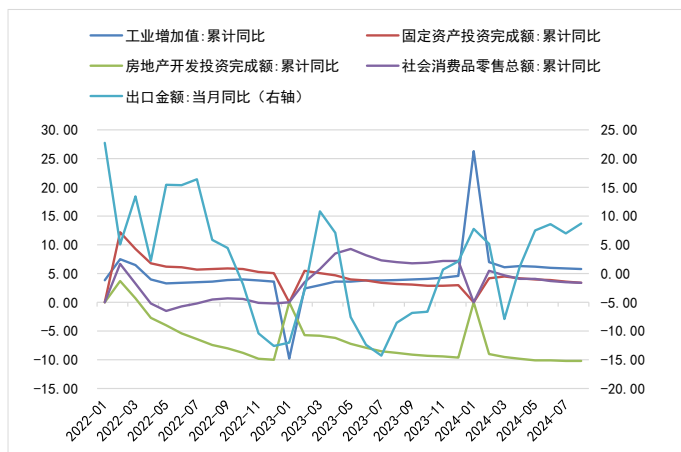
资料来源：Wind，恒生前海基金。

中国宏观经济回顾

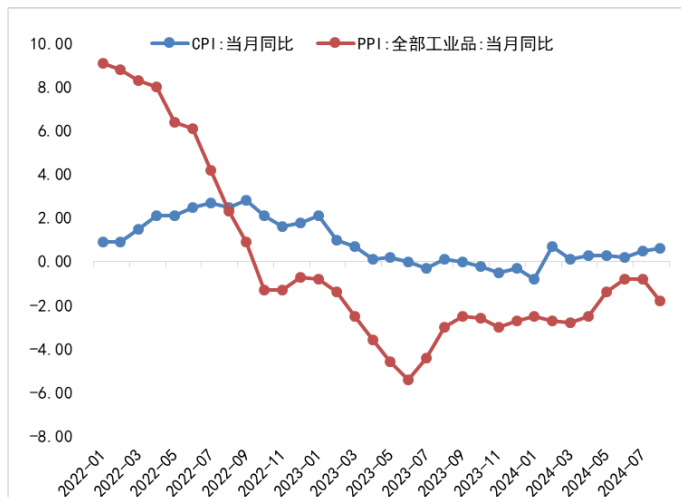
经济基本面

三季度制造业 PMI 持续回落，自 5 月开始连续四个月位于收缩区间，虽然三季度高温多雨，部分行业处于生产淡季，但根本逻辑仍是有效需求不足，基本面预期偏弱。目前宏观层面仍呈现生产强于需求，但部分行业生产端已出现降温。

低迷预期的环境下，居民及企业端有效信贷需求持续受挫，自 5 月开始，M1 同比增速持续回落，已连续四个月为负。低利率环境叠加之前手工补息的影响，企业活期存款仍在向理财非银机构转移。社融总量增速虽然尚可，但主要支撑过于依靠政府债券融资，实体经济信贷需求持续弱化，居民及企业资金活化程度低，投资意愿弱。



资料来源：Wind，恒生前海基金。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

2024 年四季度权益市场展望与策略

A 股市场

近期，A 股市场 2024 年上半年中报陆续披露完毕，受需求恢复羸弱、价格持续低位的影响，整体 A 股两非（非金融、非石油石化）营收同比增速为-0.87%，较 2024 一季度有所回落；归母净利润同比增速为-6.66%，同样较一季度回落 0.46 个百分点。从行业层面来看，业绩增长较好的行业主要是 1、部分价格上涨的上游资源品（如工业金属、小金属、金属新材料等）；2、出口竞争优势行业（如家电、乘用车、风电设备等）；3、部分 TMT（如半导体、光设备、通信设备等）。同时，本次预告中期分红的公司数量创新高，拟派息总额超 5000 亿，今年实施回购的公司数量和总金额同比也是大幅增长，A 股市场对于投资者回报的重视更加凸显。

进入四季度，市场的估值锚可能会逐步切换 2025 年。预计接下来整体经济仍将维持温和复苏的态势，预计 A 股整体盈利仍将面临一定压力。因此红利类资产的投资或仍将在未来一段时间内成为 A 股市场持续的主线之一。在低利率的背景下，当经济暂未看到显著的向上拐点前，具备稳健经营业绩和持续分红能力的优质资产可能仍然是资金的重要配置方向。

而考虑到近期宏观政策的大幅调整，对于托底经济的意图更加确定，释放各项利好政策和流动性将会陆续产生效果，因此我们相信伴随着数据的逐步改善，顺周期的优质公司将会逐步走出低谷，迎来拐点。考虑到这类型公司前期已经跌幅较大，股价已经充分反映了悲观预期，我们认为展望到明年，这一类投资标的的概率会展现不错的投资价值。

港股市场

9 月底密集召开两次重磅会议，政策对于经济定调更加积极，对于提振市场信心和投资者情绪等估值分母端具有较直接的支撑。具体而言，政治局会议内容显示领导层对于经济政策态度的转变，一是 9 月政治局会议破例讨论经济问题，可见其紧迫性；二是对于房地产市场的表态重大转折为“止跌回稳”；三是表态帮助企业渡过难关，包括出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。货币政策方面，除降息降准降存量房贷之外，央行首次推出创新型工具，如创设证券、基金、保险公司互换便利以及股票回购、增持专项再贷款等新型货币政策工具，为市场提供增量资金，市场见到针对资本市场流动性支持，明确了增量资金保障，信心提振是摆脱低成交困境的第一步。

海外方面，美联储正式开启降息周期，9 月首次降息 50BP 的幅度超市场预期。由于港股对外部流动性更为敏感，美国货币政策转向或将阶段性对港股市场估值的分母端形成一定支撑。同时，港元是采用挂钩美元的联系汇率，美元进入降息周期传导至港元资产路径更为直接。另外，在中美利差和人民币汇率的约束下，美联储开启降息周期或将为国内货币政策提供更多宽松的条件和窗口期，这也有助于为降低国内相对偏高的融资成本打开空间，经济托底政策加码的预期升温，提振港股市场风险偏好，也有助于改善分子端预期。

目前港股市场估值水平的吸引力在逐步显现，中期来看市场或在波折中上行，国内经济增长政策变化以及美联储货币政策路径值得关注。影响香港市场定价的分子端盈利水平和分母端流动性因子均有望得到边际改善，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潜在的增长修复和政策信号更为敏感，从而提供更大的弹性。

建议关注平衡型策略，即一方面聚焦于成长赛道中业绩能见度较高、流动性较好的龙头企业，另一方面关注拥有更为确定性股东回报的高股息标的。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	<ol style="list-style-type: none">1、美联储降息，创新药资产有望迎来估值修复，国产创新药 NDA 数量，对外授权项目数量及金额，海外获批数量明显增多，创新依然是医药主线。2、关注政策友好的刚需赛道，例如辅助生殖，养老等优质赛道。3、持续看好盈利稳定，具备高分红能力的医药龙头公司
电子	<ol style="list-style-type: none">1、手机大厂新机发布，虽然关于预定量依然存在争议，但我们不能忽视端侧 AI 的应用潜力。端侧 AI 会加速市场往技术实力更强、更具备整合能力的头部厂商集中。2、科创板八条对于并购重组的支持有助于加速产业整合及优化，持续看好有良好现金流，资产负债表优秀的公司的资本运作。3、“国产化”进行到深水区，关注在关键设备领域突破，具备领先技术实力的优秀公司。
新能源	<ol style="list-style-type: none">1、海外大厂机器人项目有望在 2025 年量产，产业催化持续不断，密切关注参与度高，价值量高的优质公司。2、2025 年海风项目逐步启动，沿海省份项目开工进展加速，产业链订单拐点到来，长期维度看各省海风远期规划乐观。3、电网受益于电力结构变化，维持高景气度，预计产业链公司业绩确定性较高。
光伏	<ol style="list-style-type: none">1、光伏产业报价开始趋于理性，行业边际利好开始增多，关注资产优质、更能穿越周期的龙头公司。

2024 年四季度债券市场展望与策略

债市展望

前三季度，债市资产荒逻辑主线没变，高频数据表明有效不足，居民及企业融资需求弱，市场资金活化程度低，大量涌入理财及非银机构，不断加强资产荒逻辑。今年以来银行存贷利差空间持续压缩，负债端成本压力剧增，近期降准降息落地，缓解银行负债端压力的同时，进一步释放流动性，同时财政刺激的相关表态给市场带来很大想象空间，短期内债市或受到较大冲击，权益市场快速上行，债市建议降低久期及杠杆以应对冲击。

债市策略

当前低利率、低通胀或持续到年底，社融支持项主要为政府债券融资，有效信贷需求长期不足，自手工补息被禁后，资金持续流向理财非银机构，配置需求激增导致资产荒成为今年债市的主流，低利率环境迫使资金拉长久期以获取收益，故年初至今长端收益率一路下行，期间央行为稳定市场，采取一系列措施控制收益率过度下行。

随着近期降准、降息以及加大财政支出的表态，短期内对债市形成较大冲击，权益市场上行对债市造成的资金外流有潜在的负反馈风险，目前建议降低久期杠杆，策略更多偏向防守，后续有待观察政策实际落地效果。

（此处为文章结尾）