

报告摘要

2024 年二季度 A 股市场展望与投资策略

春节前的市场调整，反映了权益市场对全年经济预期过于悲观。随着监管层面的一系列表态和措施落地，市场情绪有所恢复，市场迎来了强劲的反弹。鼓励上市公司分红和回购等一系列引导措施下，预计权益市场健康程度将会有效提升。国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，预计仅汽车、家电更新换代或能创造万亿规模的市场空间。

另外，新质生产力可能是未来权益市场的主要投资方向之一，部分革命性的技术在产业化过程中，可能会出现很多重大的投资机遇。如汽车电动化，目前已经达到了超过 30% 的渗透率，未来看点在汽车智能化。全球电动车龙头公司的全自动驾驶软件最新版本 FSDv12.3 在北美已经交付部分车主使用，预计未来迭代速度会加快。国内，电动车企业不断在智能驾驶的产品能力上快速提升，这个技术革命的方向大概率不可逆，只是时间问题。

2024 年二季度港股市场展望与投资策略

展望二季度，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。国内方面，港股反弹的持续性的核心依然是对症且强力的财政政策，以进一步恢复居民和企业中长期信心，这也是有效解决作为中国增长短期所面临主要挑战的信用收缩问题的关键所在。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，美联储认识到过晚降息的风险，且本轮降息周期并不需要看到经济数据大幅转弱后才会开启，因此 2024 年下半年降息或将是大概率事件。

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，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。

2024 年二季度债券市场展望与投资策略

当前专项债发行节奏偏慢，重点化债省份工作将聚焦于存量债务化解置换，新增项目或大幅减少，对全年基建投资增速产生一定拖累效应。目前专项债项目审批节奏来看，财政端刺激力度仍有所保留，相较海外仍有发力空间，不排除二季度有加速发行的可能。出于稳汇率考虑，今年 MLF 尚未调降，但债券市场已提前交易降息预期，随着美联储大概率逐步转鸽，人民币汇率贬值压力将有所缓解，若 MLF 最终调降，预期落地，债市短期或有一定调整。在基本面明确转向快速上行趋势前，债市仍以看多为主。

当前收益曲线十分平坦，期限利差压缩严重，票面收益策略基本失效，甚至出现成本收益倒挂。当前经济缓慢复苏，拐点尚未明确，利率债长端交易活跃，收益率波动幅度相对较大，建议波段交易以追求资本利得。

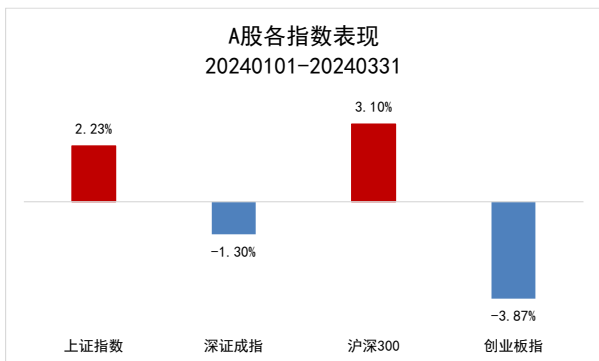
本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

2024 年一季度市场回顾

下探后修复反弹，指数表现分化

今年开年 A 股波动下探，上证指数跌至 2700 点以下，市场情绪悲观，临近农历春节触底后向上反弹，走出 V 型修复反转趋势，整体来看指数表现有所分化，年初至今上证指数收红，深证成指收跌，沪深 300 涨幅领先，创业板指跌幅较深。

板块表现上，一季度煤炭、银行、家用电器、通信、石油石化板块涨幅领先，综合、医药生物、电子、环保、国防军工等板块跌幅较大，高股息策略在年初占优，大盘红利股走势较强，但进入 3 月出现回调，另一端是微盘股年初下跌惨烈，但 2 月中旬以来呈现快速修复趋势。热门题材上，AI 大模型及应用、算力、机器人、低空经济等概念轮动表现。

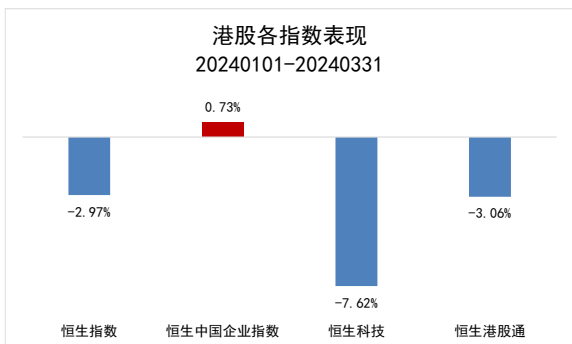


资料来源：Wind，恒生前海基金。

港股于低位波动下探

今年开年港股快速下探，1 月下旬触底后企稳反弹，但反弹力度较弱、斜率较缓，3 月下旬又出现回调。一季度港股各指数多数收跌，恒生科技指数跌幅较大，而恒生中国企业指数表现相对较好。

板块表现上，能源、家庭与个人用品、材料板块涨幅领先，制药、生物科技与生命科学、食品与主要用品零售、汽车与汽车零部件、房地产、医疗保健设备与服务板块跌幅较深。



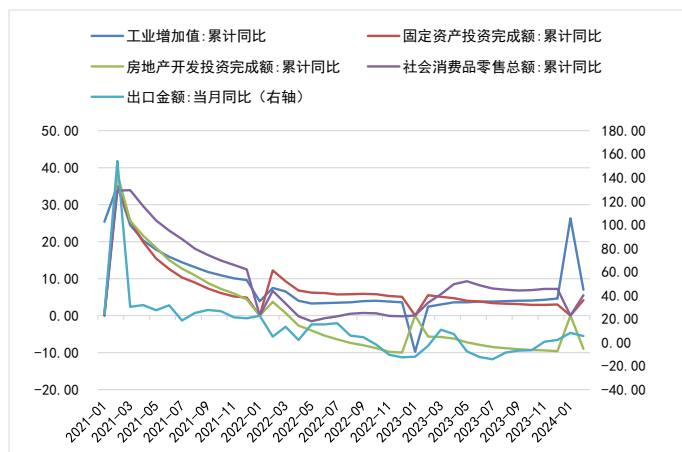
资料来源：Wind，恒生前海基金。

中国宏观经济回顾

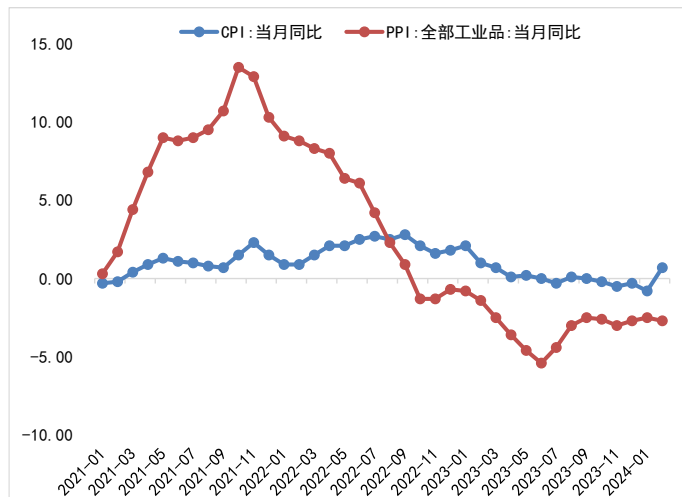
经济基本面

整体来看，2024 年一季度经济基本盘相对平稳，1-2 月全国规模以上工业增加值同比增长 7%，较去年 12 月增速环比提高 0.2 个百分点。社会消费品零售总额同比增长 5.5%。2 月 CPI 同比 0.7%，前值-0.8%。PPI 同比-2.7%，前值-2.5%，市场预期-2.5%。2 月 CPI 同比超预期反弹主要原因系春节较去年错位影响，旅游出行相关消费对 CPI 形成较强提振。食品分项价格涨幅较大，非食品方面汽油价格随原油价格反弹，服务业价格环比反弹，强于季节性规律，CPI 或已阶段性触底。

排除春节错位影响，1-2 月社融、信贷规模增速尚可，但结构上仍存在分化，居民中长期信贷同比全面多减，企业债、政府债同比少增。主要系地产下行趋势仍未见底，1-2 月房地产开发投资同比下降 9%，新房销售面积、金额同比下降 20.5%和 29.3%。目前来看对公贷款仍维持较高景气度，企业承接了大部分银行信贷的供给，未来 PPI 增速或逐步企稳，迎来拐点。长期来看支撑社融增量仍靠政府债发行以及企业融资。



资料来源：Wind，恒生前海基金。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

2024 年二季度权益市场展望与策略

宏观方面

春节前的市场调整，反映了权益市场对全年经济预期过于悲观。随着监管层面的一系列表态和措施落地，市场情绪有所恢复，市场迎来了强劲的反弹。鼓励上市公司分红和回购等一系列引导措施下，预计权益市场健康程度将会有效提升。国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，预计仅汽车、家电更新换代或能创造万亿规模的市场空间。

2 月社融增加 1.56 万亿元，同比少增 1.6 万亿元，各分项中，实体信贷、未贴现银行承兑汇票、企业债与政府债同比少增较多，是社融偏弱的主要原因。展望未来，高层已释放财政和货币将发力稳增长信号，投资端或有支撑。另外居民融资意愿和能力或是 2024 年宽信用的关键。

海外方面，美国 CPI 数据已经连续 3 个月强于预期，这其中不仅有年度调整、季调因子变动和居住成本统计方式的影响，也反映服务部分的粘性在劳动缺口和实际薪资的支持下偏强。我们预计美联储在年内降息的概率仍然偏大，但是幅度和节奏仍有不确定性。

A 股市场

新质生产力或是未来权益市场的投资方向之一，部分革命性的技术在产业化过程中，可能会出现很多重大的投资机遇。

如人形机器人方向，Figure AI 发布了一段引人注目的视频，向公众展示了其最新研发的人形机器人 Figure 01 的多种技能。Figure 01 最令人印象深刻的特点在于其集成了 OpenAI 的大型语言模型，使其能够与人类进行流畅、自然的对话。借助 OpenAI 模型的多模态输入功能，Figure 01 还具备了高级视觉和语言智能，能够理解和回应各种场景和声音。这一创新使得 Figure 01 在人机交互方面取得了重要突破。这个重大的突破，仅是在大模型和人形机器人本体磨合了不到一个月时间就做到的。

再如“低空经济”方向，首次被写入政府工作报告。“低空经济”是指以民用有人驾驶和无人驾驶航空器为主，以载人、载货及其他作业等多场景低空飞行活动为牵引，辐射带动相关领域融合发展的综合性经济形态。根据民航局数据，到 2025 年，中国低空经济的市场规模预计将达到 1.5 万亿元，到 2035 年更是有望达到 3.5 万亿元。我国在低空经济方面走在世界前列，2023 年颁发了全球首张无人驾驶航空器系统型号合格证。

另外，低轨卫星互联网同样值得重视。美国太空探索技术公司（SpaceX 公司）于德克萨斯州博卡奇卡进行第三次“星舰”（Starship）重型运载火箭的无人飞行测试，此次试飞是星舰的

第三次试飞，亦是迄今为止最成功的一次，标志着星舰试飞取得又一里程碑式的突破。我国低轨卫星互联网建设进度与世界先进水平仍存在一定的差距，主要由于卫星制造和发射的成本相对较高，商业模式闭环尚未形成等因素。相信不久的将来，我们国家在该领域也会迎头赶上，对相关产业链公司的拉动也会是显著的。

同时还有汽车电动化方向，电动车目前已经达到了超过 30% 的渗透率，未来看点在汽车智能化。全球电动车龙头公司的全自动驾驶软件最新版本 FSDv12.3 在北美已经交付部分车主使用，预计未来迭代速度会加快。国内，电动车企业不断在智能驾驶的产品能力上快速提升，这个技术革命的方向大概率不可逆，只是时间问题。

港股市场

展望二季度，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。一季度市场呈现触底反弹的走势，其背后原因包括政策支持不断释放积极信号以及 1-2 月经济数据较此前悲观预期更强劲等，这些因素共同提振了市场风险偏好和投资者情绪。但另一方面，反弹的持续性的核心依然是对症且强力的财政政策，以进一步恢复居民和企业中长期信心，这也是有效解决作为中国增长短期所面临主要挑战的信用收缩问题的关键所在。

海外方面，美联储 3 月议息会议比预期鸽派，其主要原因是除了广泛预期之内的维持利率水平不变之外，市场焦点所在的点阵图依然维持年内三次降息的预期，并没有如此前担忧的减少。会后声明也向市场传递了鸽派的信息，表明联储对通胀下行有信心，年初的通胀超预期只是小波折，并不足以改变降息路径，同时也做好了通过适度降息来呵护软着陆的准备。我们认为，美国经济韧性较强，同时通胀处在正确的下降通道之中，美联储认识到过晚降息的风险，且本轮降息周期并不需要看到经济数据大幅转弱后才会开启，因此 2024 年下半年降息或将是大概率事件。

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，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。

两地市场看好的板块及原因

关注行业	看好原因
医药	<p>2024 年 1-2 月政府卫生健康支出有所下滑,进入二季度,高基数、反腐对医药公司业绩扰动进一步弱化,业绩有望逐季向好。</p> <p>海外大厂和 GPU 龙头公司合作打造 AI 超级计算机发现新的药物和治疗方法,有望引领 AI+医疗的新时代。</p> <p>关注 AI 技术在医疗领域落地的公司,以及受益医疗支出结构化,具备创新的公司。</p>
电子	<p>海外 AI 创新不断,催化新技术演进加快,关注海外前瞻技术的落地,以及海外相关公司的映射。</p> <p>半导体国产化趋势推进加快,国内产业链加速配合研发,期待设备端带来更大惊喜。</p> <p>AI 在 C 端应用持续推进,PC、手机都陆续接入 AI 模型提升用户体验和办公效率,接入 AI 硬件之后销量有明显提升,关注 AI 在端侧的接入和应用,有望带动硬件的更新换代。</p>
新能源	<p>海外机器人创业公司接入海外大模型之后其人型机器人演示视频效果经验,海外 GPU 大厂也发布人型机器人通用模型,学习平台以及机器人芯片,人型机器人产业趋势明确。</p> <p>两会报告首提低空经济,此后民航局对于低空经济持续重视,非管制空域商业化之后带来丰富想象空间。</p>
光伏	<p>组件价格下降,但政策端刺激以及利率下降预期,海外市场需求有望实现高增长,关注海外出口业务大的品种,以及有成本优势,技术优势的龙头公司。</p>

2024 年二季度债券市场展望与策略

债券市场展望

从一季度高频数据来看,宏观经济基本面仍处于修复阶段,地产下行预期未有明显改善,预计未来地产投资同比下降幅度在 10% 左右,销售额方面或存在一定季节性变化调整,但下行趋势不变,地产前期积累的泡沫、风险出清仍需一段时间。

当前专项债发行节奏偏慢,重点化债省份工作将聚焦于存量债务化解置换,新增项目或大幅减少,对全年基建投资增速产生一定拖累效应。目前专项债项目审批节奏来看,财政端刺激力度仍有所保留,相较海外仍有发力空间,不排除二季度有加速发行的可能。出于稳汇率考虑,今年 MLF 尚未调降,但债券市场已提前交易降息预期,随着美联储大概率逐步转鸽,人民币汇率贬值压力将有所缓解,若 MLF 最终调降,预期落地,债市短期或有一定调整。在基本面明确转向快速上行趋势前,债市仍以看多为主。

债市策略

当前收益曲线十分平坦,期限利差压缩严重,票面收益策略基本失效,甚至出现成本收益倒挂。当前经济缓慢复苏,拐点尚未明确,利率债长端交易活跃,收益率波动幅度相对较大,建议波段交易以赚取资本利得。

随着各地城投化债进一步落实,城投债信用利差性价比逐渐降低,城投债注册发行审批趋严,增量有限,资产荒将进一步压缩信用利差,城投债性价比大不如从前,考虑到政策化债节奏,配置建议以短久期为主,可适当信用下沉。

(此处为文章结尾)