

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 年三季度 A 股市场展望与投资策略

退市力度加大，会持续提升 A 股上市公司治理质量；分红回购力度加大，会持续提升 A 股的回报质量；长期资本的配置力度加大，会降低市场的波动率。可以预期高股息和硬科技或是未来主要的投资方向。

在低利率的环境下，当经济暂未看到显著向上的拐点前，高股息、大市值权益资产可能仍然是资金的重要配置方向。当风险偏好得到一定修复后，代表科创核心资产的硬科技公司，及人工智能、低空经济、人形机器人、智能驾驶等新科技方向会成为弹性较大的板块。

### 2024 年三季度港股市场展望与投资策略

港股反弹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。

中期维度来看，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 年三季度债券市场展望与投资策略

资产荒现象短期内难有改观，经济基本面预期低迷，居民及企业中长期贷款意愿不足，社融主要支撑项为政府及企业债券，内外需均较弱，但外需要好于内需。未来央行很大概率通过国债买卖来实现更加灵活、精准的流动性管理，二级市场或有波段套利机会。

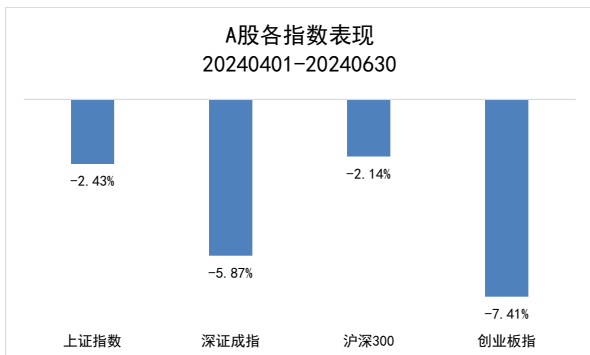
目前利率债交易建议拉长久期，适当提高换手率，通过波段交易增厚收益，在市场拐点明确出现后，需要及时调仓。城投债利差压缩较大，建议适当拉长久期，针对化债重点省份，根据当地化债意愿及化债资金到位情况可以适当做信用下沉。

## 2024年二季度市场回顾

### 下探后修复反弹，指数表现分化

进入二季度，A股于3月至4月走平，4月末至5月中旬上涨，5月末开始掉头向下，各指数本季度均收跌，深证成指跌幅大于上证指数，沪深300跌幅较窄，创业板、科创板表现较弱，北向整体呈净流出。

板块表现上，电子板块二季度表现相对一季度明显提升，食品饮料、商贸零售则相对一季度大幅受挫。市场风格上，大盘股表现优于中盘股、中盘股表现优于小盘股，红利板块经过年初的持续上涨于五月下旬开始回调，但二季度内相对表现仍然领先，另一端微盘股年内再次经历两次快速下跌，虽有超跌后的修复但整体波动较大，季度内表现偏弱。热门题材上，海运、低空经济、光模块、消费电子、大飞机等概念题材轮动表现。

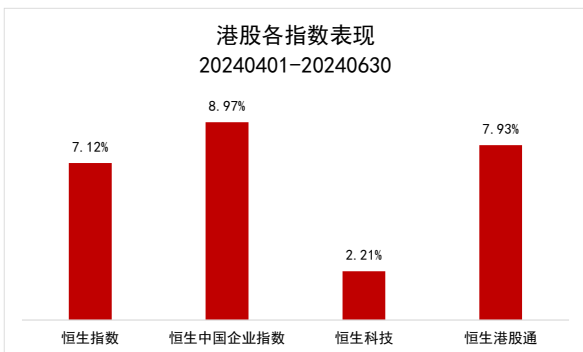


资料来源：Wind，恒生前海基金。

### 港股陡峭反弹上涨，触顶后回调

二季度港股在3月企稳后于4月下旬快速反弹拉升，上涨斜率陡峭，5月下旬触顶回调，6月行情震荡。整体来看，恒生指数、恒生科技、恒生国企指数均大幅收涨，市场情绪回升，资金面改善，风险偏好有所修复。

板块表现上，国防军工、电子、环保、煤炭、交通运输、公用事业、石油石化板块涨幅领先，食品饮料、医药生物、纺织服装、美容护理板块跌幅较深，红利风格表现仍然较为稳健，电子等成长风格伴随行业基本面的变化情绪有所修复，国内宏观数据及消费市场偏弱的背景下食品饮料、医药生物等板块下跌。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

## 2024年三季度经济展望与投资策略

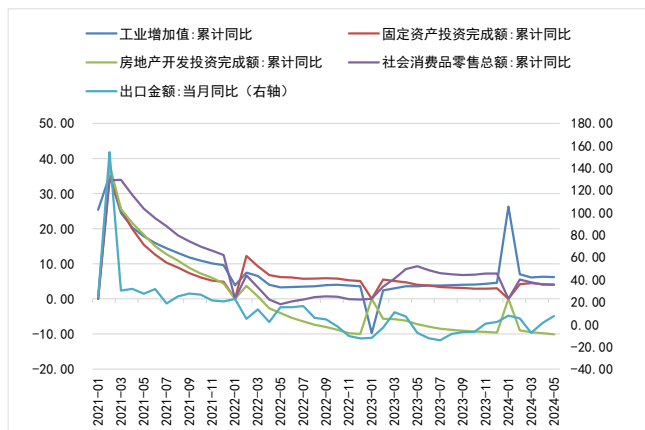
恒生前海基金 投资部

## 中国宏观经济回顾

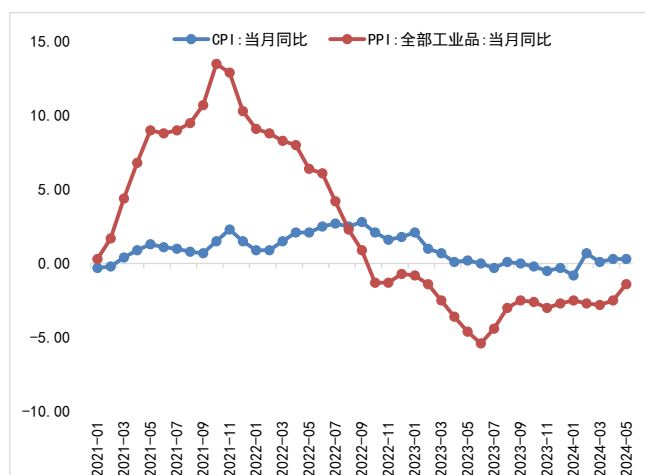
### 经济基本面

制造业PMI在3、4月连续处于扩张区间后重回收缩区间，可以理解为春节的季节性因素导致生产活动较为集中。5月的生产指数、新订单指数均出现回落，表明有效需求疲软。进入5月，随着去年3、4月份高基数影响逐渐消退，5月美元计价出口同比+7.6%，进口同比+1.8%，出口显著好于进口，而且从量价来看，5月出口价格贡献明显强于数量。

4月社融远低于预期，出现近年来首次单月负增长，同比少增1987亿元，实体信贷、银承、政府债及企业债均同比下滑，从侧面也印证了二级市场资产荒的现状。5月社融有所改善，但从品种、期限结构仍不合理，5月社融支撑项为政府融资和企业债券，对实体发放贷款同比少增，居民、企业中长期贷款均在缩量，需求大量转向短期险品种，经济内生动力有待提高。



资料来源：Wind，恒生前海基金。



资料来源：Wind，恒生前海基金。

## 2024 年三季度权益市场展望与策略

### A 股市场

国内市场方面，在政策的引导下，2024 年上半年，上市公司的分红和回购力度在持续加大。回购方面，根据公开数据统计，过去半年，上市公司回购金额超 1400 亿元，月均回购规模接近 300 亿元，月均回购规模高于 2016 年至 2023 年的所有年份。分红方面，上市公司分红金额大增且远超季节性。4 月单月上市公司分红金额为 518.97 亿元，5 月单月则为 2107.88 亿元，均为过去十年以来同期最高。回顾上半年，大市值公司的表现显著优于中小市值的公司。前 100 大市值的公司中，上半年上涨的比例达到 70%。而市值最小的 1000 家公司中，下跌的比例接近 99%。总结上半年 A 股的特点：守正出奇，防守为先。资金流入高股息、大市值、类债权益资产中。以科技成长类资产为代表的创业板、科创板则表现相对较弱。

展望未来，退市力度加大，会持续提升 A 股上市公司治理质量；分红回购力度加大，会持续提升 A 股的回报质量；长期资本的配置力度加大，会降低市场的波动率。可以预期高股息和硬科技或是未来主要的投资方向。

在低利率的环境下，当经济暂未看到显著向上的拐点前，高股息、大市值权益资产可能仍然是资金的重要配置方向。当风险偏好得到一定修复后，代表科创核心资产的硬科技公司，及人工智能、低空经济、人形机器人、智能驾驶等新技术方向会成为弹性较大的板块。

### 港股市场

港股上半年反弹的主要动力，其一是资金面的回升，特别是来自短期交易型资金以及部分区域配置再平衡需求而流入的资金；其二是风险偏好修复；其三是股权风险溢价有所回落驱动市场估值抬升，从第一轮反弹进程来看或已接近完成。而尽管近期地产政策频出，基本面亦有改善迹象，但整体地产政策效果仍待观察。我们认为反弹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，对于美联储降息节奏预期的博弈或将持续，美联储议息会议决定按兵不动，与市场预期一致，而好坏参半的经济数据也较难指出一个明确路径。在此背景下，港股或进入震荡盘整期，以等待更多催化剂的出现。我们认为，当前美国经济韧性较强，软着陆概率较大，同时通胀处在正确的下降通道之中。尽管短期内美联储降息路径不确定性有所增加，但我们依然认为只要通胀不出现明显回升，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	<p>1、2024 年一季度可能是医药行业业绩的阶段性低点，后续有望出现拐点。一季度受到院内秩序整顿和消费环境变化，复苏低于预期，后续若秩序趋于稳定，诊疗活动和药品器械使用逐步恢复，整体业绩有望回暖。</p> <p>2、创新药依旧景气，政策全链条支持创新药发展，创新药出海加速，重点关注研发投入大的创新药公司。</p> <p>3、中药集采逐步实施，降幅相对其他品种温和，相对看好医药高分红品种。</p>
电子	<p>1、AI 高景气贯穿全年，预期业绩兑现可能近在咫尺。另外最大手机品牌商开启 AI 系统有望带来一波持续换机的周期，供应链不仅受益于品牌销量提升，还受益于硬件升级需求。</p> <p>2、科创板鼓励并购，利好账上现金充裕的上市公司，鼓励并购会加速改善市场供需，此前内卷严重的细分行业改善预期强烈。</p> <p>3、国家大基金三期成立，建议关注承担着攻坚任务的科技龙头公司。</p>
新能源	<p>1、2024-2026 年特高压产业有望迎来建设高峰，柔直线路渗透率有望提升，行业可能进入投资兑现期。</p> <p>2、配电网投资有望加强，加快数智化转型步伐。海外电网投资有望快增，国内企业加速出海，且出海壁垒较高，竞争格局更优。</p> <p>3、头部机器人可能明年会启动小批量生产，目标达到千台级别，加速推进机器人产业化。</p>
光伏	<p>1、短期看，各环节多企业开工率持续下降，产能出清加速，产业链报价暂稳，底部特征明显。</p> <p>2、工信部指导光伏行业高质量发展，或将出台新版制造规范，提高准入和运行门槛，有望促进低效产能出清。</p>

## 2024 年三季度债券市场展望与策略

### 债券市场展望

预期低迷叠加手工补息被禁导致 M1 降幅较大,4 月以来企业及机关团体存款大量转向非银理财,进一步加剧了资产荒情况。从近期央行表态来看,未来很大概率其将通过国债买卖实现更加灵活精准的流动性调节,或许对二级市场产生一定波动,市场有波段套利机会。

目前城投债发行审批仍较严,多为借新还旧,城投债新增受限。随着“517”地产新政逐步落实,一线城市销售同环比均有所改善,但是后续乏力,结果来看更多的是以价换量,地产基本盘未来难有超预期表现。债市拐点尚不明确,目前内外需均较为低迷,若想预期有大的改善,仍要依靠财政端提供有效刺激。

### 债市策略

资产荒现象短期内难有改观,经济基本面预期低迷,居民及企业中长期贷款意愿不足,社融主要支撑项为政府及企业债券,内外需均较弱,但外需要好于内需。若央行后续通过国债买卖来实现流动性管理,二级市场将不乏交易机会。

目前利率债交易建议拉长久期,适当提高换手率,通过波段交易增厚收益,在市场拐点明确出现后,需要及时调仓。城投债利差压缩较大,建议适当拉长久期,针对化债重点省份,根据当地化债意愿及化债资金到位情况可以适当做信用下沉。

(此处为文章结尾)