

月度市场评论

www.hsbcjt.cn



估值探底、政策托底，A股静待东风起

8月国内市场回顾与展望

2018年8月，A股市场萎靡不振，两市成交创熔断以来新低。8月由于中美贸易战的持续升级而出现大幅回调，上证月中一度跌破2700点。主要宽基指数中，上证50跌幅相对较小，下跌2.78%。上证综指下跌5.25%，中小板指下跌7.99%，创业板指下跌8.07%。

从行业的涨跌幅来看，8月份大部分板块呈下跌趋势，消费相关行业损失最为严重，其中家电、食品饮料、纺织服装板块领跌，分别下跌12.13%、10.84%、10.59%。而仅有石油石化为正收益，上涨0.47%。

表1：8月A股主要指数表现

指数	本月收盘	上月收盘	涨跌幅(%)
上证综合指数	2,725.25	2,876.40	-5.25
深证综合指数	1,451.38	1,576.41	-7.93
沪深300指数	3,334.50	3,517.66	-5.21
上证50指数	2,474.48	2,545.12	-2.78
中小板指	5,844.98	6,352.48	-7.99
创业板指	1435.20	1561.26	-8.07

数据来源：Wind，汇丰晋信基金管理公司，截至2018年9月4日

主要宏观数据简评

► 统计局PMI走升及财新PMI三连阴，上行动能趋缓

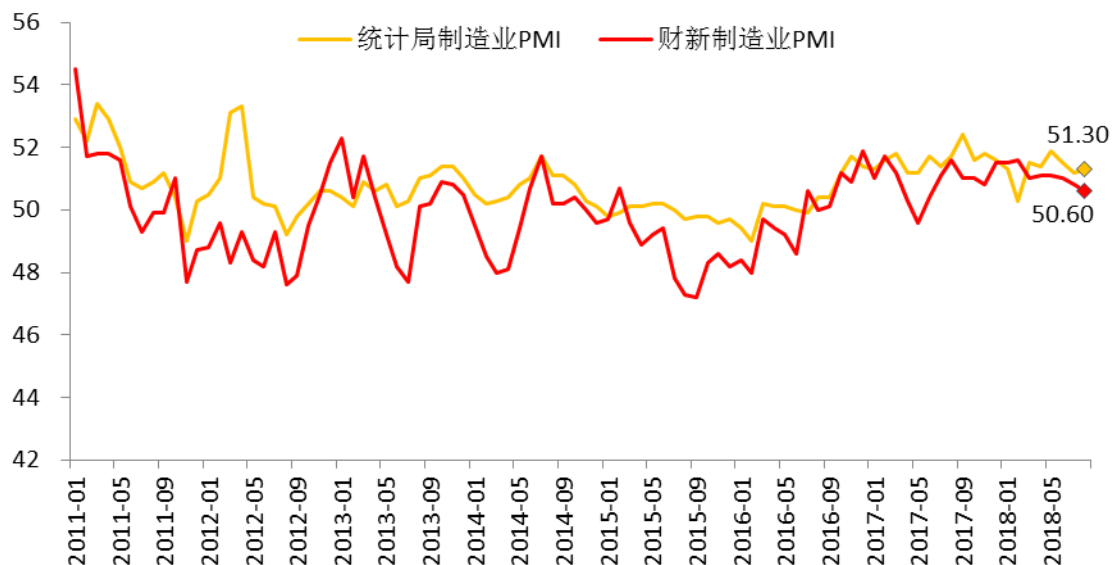
8月官方制造业采购经理指数（PMI）为51.3%，较7月微幅回升0.1个百分点，指向制造业景气略回暖，主要贡献来自生产边际改善、供应商配送时间缩短，

但 8 月 PMI 仍低于上半年均值，也低于去年同期，表明改善幅度较为有限。主要分项中，需求继续下滑，生产、价格反弹，库存继续恶化。8 月新订单指数继续回落至 52.2%，新出口订单指数创 6 个月新低至 49.4%，指向内需依然偏弱，而在贸易摩擦影响下，外需继续走弱。8 月生产指数有所反弹至 53.3%，虽有季节性回升，但仍低于去年同期，并且与 8 月发电耗煤增速转负趋势不符。分规模看，大型企业 PMI 回落，中、小型企业 PMI 回升。7 月社融增速继续回落，8 月 PMI 新订单继续下滑，意味着从需求看，后续经济依然承压。

总体看，8 月制造业 PMI 边际回升，但仍相对较弱。生产指数的同比回落与 8 月发电耗煤走弱一致，环比边际回升尚不改下行趋势。小企业 PMI 的边际改善或是短期的积极因素。需求分项走弱叠加生产指数边际回升，或成为库存短期回升的重要因素，因此认为生产和库存回升的持续性或存疑。价格方面，尽管原油、钢铁等价格的短期回升对 PMI 价格分项产生了拉动作用，考虑到 CRB 指数下行、消费出口继续回落、积极财政下基建弱修复而非大反弹的判断，认为本轮价格 PMI 上行的动力或相对较弱，短期通胀超预期上行的风险不大。

8 月财新制造业 PMI 录得 50.6，低于 7 月 0.2 个百分点，连续三个月小幅下跌，为 2017 年 7 月以来新低，但仍处于扩张区间。8 月中国制造业产出继续扩张，增速为年初以来最高。但需求疲软，新订单指数创 15 个月新低，这与外需减少有关。新出口订单指数虽略有上升，但已连续五个月处于收缩区间，部分厂商反映中美贸易摩擦持续升温，导致外需较为疲弱。

图 1：统计局 PMI 上涨至 51.3



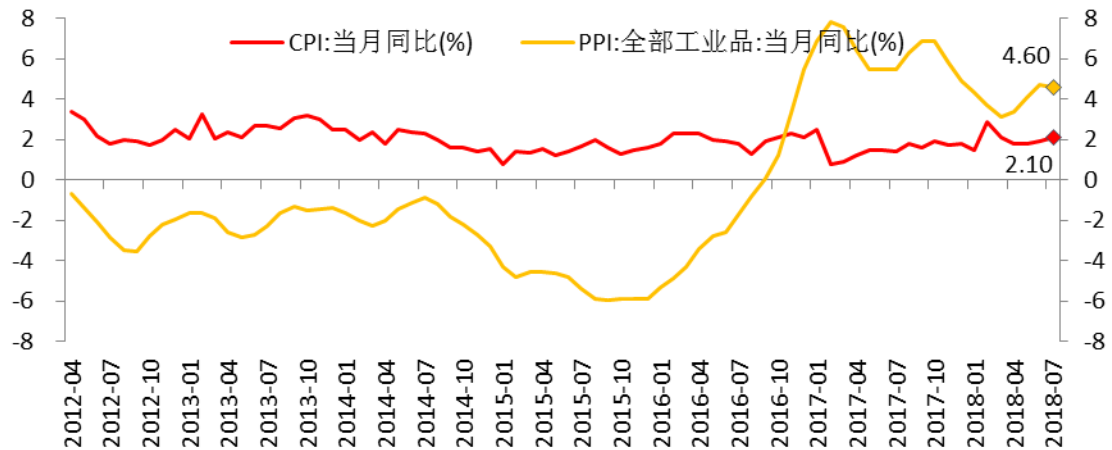
数据来源：Wind，截至2018年9月4日

➤ 季节性因素拉升CPI，PPI受商品价格影响拖累

7月居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，前值1.9%；CPI环比0.3%，前值-0.1%，为今年以来除2月外最大环比涨幅。分类来看，7月食品价格结束此前连续4个月的下滑趋势，猪肉和鲜菜价格上涨为主要拉动，合计带动CPI上涨0.1个百分点。其中猪肉价格在供应持续偏弱影响下，延续5月以来的反弹趋势，环比上涨2.9%。7月非食品价格环比上涨0.3%，涨幅比上月扩大0.2个百分点，主要是暑期旅游、娱乐、教育等需求增加，带动相关商品和服务价格上涨。

7月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨4.6%，前值4.7%；环比上涨0.1%，前值0.3%。分项环比来看，生产资料价格上涨0.1%，涨幅较上月下滑0.3个百分点，主要原因是7月为大宗商品市场传统淡季，叠加贸易摩擦升级，市场对经济的悲观预期升温，导致大宗商品价格普遍走低。同比来看，PPI结束了此前三个月的连续回升，主要原因是中游加工业出厂价格增速明显下行，抵销了上、下游行业价格增速上行的影响。其中，生产资料PPI上涨6.0%，涨幅比上月回落0.1个百分点；生活资料PPI上涨0.6%，涨幅比上月扩大0.2个百分点。

图 2: CPI 同比上涨 2.1%



数据来源: Wind, 截至 2018 年 9 月 4 日

9 月 A 股市场展望

A 股估值探底

8 月初指数受到中美贸易摩擦影响而出现大幅回调, 指数一路下探至 2700 点附近, 中旬再度回调并下探本轮新低至 2653 点, 随后有所修复, 但成交持续缩量, 且整个市场存量资金维持中性偏流出的趋势, 显示股市依然处于磨底状态。

目前市场估值分布进一步的挤压, 10 到 15 倍市盈率 (PE) 区间个股的占比首次超过 17%, 峰度已经明显高于 2012 年的底部, 随估值底信号愈发明显, 预计未来市场下行空间收窄。

政策稳步托底

首先, 货币政策在稳经济的概念下, 7 月份去杠杆节奏上微调, 即使近期结果显示社融规模仍在影子银行的收缩下跟着反应下降, 但在稳货币及宽信用的政策发力下, 人民币贷款的增量却有看到提升, 债务表外转表内显现初步成果, 金融支持实体经济力度在不断加强。预测接下来新增社融增速基本可企稳, 全年有望达到 16.5 万亿。

其次，政策止稳人民币，减缓流动性风险担忧，从8月6日提高远期售汇业务的外汇风险准备金率至20%，垫高做空人民币的成本；至8月24日重启逆周期因子，对冲“羊群效应”的过度反应影响，随后人民币贬势趋稳。

前期政策托底步伐稳定，预计后续整体政策态度续偏积极，管理层改革开放力度也将加大，叠加积极财政政策，包含减税降费、基建补短板等，也有望在下半年逐步发力，为市场带来正面影响。

中美贸易摩擦扩大风险

截至目前，美国对中国出口500亿美元清单加征关税已全部落地，过去测算对中国GDP影响仅约0.1%，接续的2000亿加征关税清单是否于9月实施将是短期关注的风险点。

此前测算，若2000亿美元商品加征10%关税的计划实施，对中国GDP的拖累将在未来12个月内增至0.3-0.5%。不过如果贸易战升级，预计中国政府也将调整国内政策，来对冲美国加税带来的负面影响。

中报业绩略微回升

8月底A股中报业绩已全部公布完成，A股净利润累计同比增速较一季度略微抬升，即使二季度市场内外风险加剧，包含中美贸易战、流动性趋紧、人民币贬值，但净利累计同比达14.1%，较一季度同比增速回升0.7个百分点。

下半年经济下行风险因素或将持续压抑业绩表现，但在今年经济增长6.6%的预估下，后续下调幅度或将收窄。其次，供给侧改革为代表的供给结构调整，以及消费升级的需求结构调整，加速了产业之间和内部的优胜劣汰，有利于行业集中向竞争力强的龙头企业。龙头业绩增速相较整体行业增速明显较高，即使下半年业绩增速下行压力持续，但其较高的业绩确定性或能一定程度支撑其股价表现。

估值底及政策底，市场有望逐步企稳

从9月份市场环境来看，大盘整体走势依然趋弱，但连续调整之后，随着量能的逐步缩量，存在技术性修复机会。整体来看，虽然仍面临贸易摩擦影响，但随着政策面的持续发力、汇率逐步走稳、上市公司业绩的稳步增长以及目前相对合理的估值水平，市场下行空间相对有限，存在技术性修复机会。后续随着风险因素逐渐释放，投资者风险偏好上升，叠加政策效果的实质显现，或将带动股市回升。

债市方面回顾：

8月债市收益率普遍上行，2-5年期上行幅度较大。具体来看，资金面整体较为宽松但出现短期小幅扰动，债市短端低位回升；长端多空因素交织，经济数据整体偏弱、中美继续加征关税，但通胀预期升温、宽信用政策对利率债偏空，债市长端震荡中小幅上行。

三个方面来看，1) 资金面：8月上旬流动性延续宽松利好债市短端；月中下旬资金面小幅扰动，债市短端收益率低位回升。2) 基本面：首先，8月发布的经济数据大部分延续弱势。7月工业利润增速、社消零售、固定资产投资、基建投资均回落，工业增加值增速持平低位，新增社融规模同比小幅减少、表外融资存量减少；但7月进出口数据与通胀数据好于预期，一度令债市长端小幅承压。其次，中美继续互加关税，避险情绪对债市长端仍有带动。再次，通胀预期升温，7月通胀小幅上行，叠加受益于7月初定向降准释放7000亿资金，货币宽松程度进一步加码，货币市场利率大幅下降，国库定存招标利率较上次大幅下行103个基点。3) 政策面：政策延续“宽信用+宽财政+稳货币”方向，且多以松信贷、宽财政、松非标的形式推进，鼓励实体融资和基建投资。

截至8月末，国债收益率普遍小幅上行0.41-21.49个基点，10年期国债收益率上行9.39个基点报3.5751%；国开债收益率普遍上行4.77-12.96个基点，10年期国开债上行8.55个基点报4.1857%；非国开债普遍上行7.2-17.21个基点。

展望9月，长端利率可能继续震荡行情：1) 确定性利空：地方债供给压力大。9月地方债发行可能超过7、8月，不仅给资金面带来负面影响，而且稀释

了二级市场的配置力量。2)不确定性利空：**基建企稳、通胀上行**。8月建筑业 PMI 的劳动力需求和市场预期指数较为强劲，可能对应着基建投资的企稳。8月 CPI 同比也可能继续上行，可能攀升至 2.3%左右，催化通胀预期进一步升温。但**这些利空因素中，地方债和通胀均为暂时性因素，而非趋势因素。而且考虑到宏观经济维持偏弱的可能性较大（毕竟仅依靠基建投资可能不足以对冲下行压力），以及合理充裕的流动性，我们认为债券市场不会出现显著调整。**

风险提示

本文件作为本公司旗下基金的客户服务事项之一，不属于基金的法定公开披露信息或基金宣传推介材料。本文件所提供之任何信息仅供阅读者参考，既不构成未来本公司管理之基金进行投资决策之必然依据，亦不构成对阅读者或投资者的任何实质性投资建议或承诺。本公司并不保证本文件所载文字及数据的准确性及完整性，也不对因此导致的任何第三方投资后果承担法律责任。

基金投资有风险，敬请投资者在投资基金前认真阅读《基金合同》、《招募说明书》等基金法律文件，了解基金的风险收益特征，并根据自身的风险承受能力选择适合自己的基金产品。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来表现，基金管理人管理的其它基金的业绩并不构成新基金业绩表现的保证。

本公司提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。敬请投资人在购买基金前认真考虑、谨慎决策。

本文件的著作权归汇丰晋信所有，任何机构或个人未经本公司书面许可，不得以任何形式或者许可他人以任何形式对本文件进行复制、发表、引用、刊登和修改。