

2018 年四季度 A 股投资策略

www.hsbcjt.cn

A 股已经具备中长期配置价值

宏观经济：经济缓慢下行，政策统筹对冲

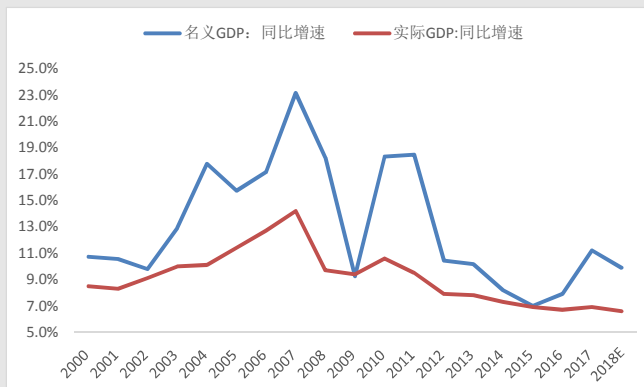
经济下行压力渐显，政策统筹托底。2018 年已过大半，经济运行态势基本明朗，经济下行压力开始显现。在未来半年至一年内，经济面临的不确定因素或有所增加。具体来说，

- 1) **基建投资或拖累宏观经济。**在国家去杠杆政策和地方政府债务约束下，今年基建投资增速由年初的 13% 下降至 8 月底的 4%，成为拖累经济的主要因素；
- 2) **中美贸易摩擦或影响未来出口。**美国对我国合计征税范围已涵盖 2500 亿美元商品，占到中国对美国出口的一半左右，已经包括大部分的消费类出口商品。根据我们测算，或将影响 2018 年国内 GDP 增长约 0.5-1 个百分点，同时对于中国产业升级和结构调整可能带来中长期挑战。
- 3) **房地产投资存在降温风险。**房地产投资是今年经济增长的重要支撑，增速一直维持在 10% 左右，房屋新开工面积同比增速也达到 15%。但是拿地和房地产销售作为领先指标已经开始降温，势必影响明年的房地产投资增速。

综合来看，2018 年四季度至 2019 年，出口和地产投资有可能成为拖累经济的两个不确定因素。但与此同时，宏观经济也出现了一些积极信号，

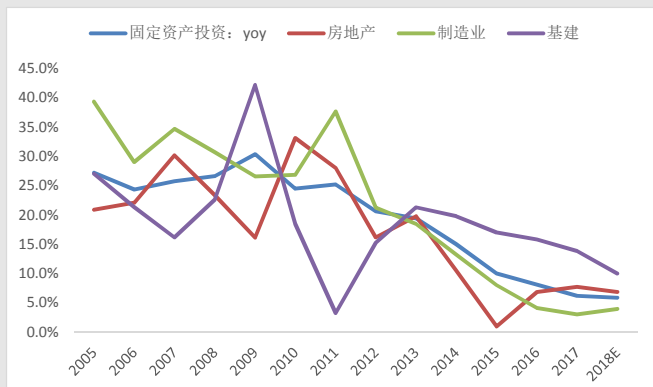
- 1) **货币政策和财政政策将更加积极来对冲经济的下行压力。**去杠杆政策已经开始转变为稳杠杆，社融增速快速下滑的趋势得到缓解，避免了信用违约事件大范围爆发和经济硬着陆的可能性；
- 2) 近期地方政府专项债发行加速和项目审批加快，我们认为**基建增速有望止跌企稳**；
- 3) **为企业减税和降成本势在必行**，包括大力度地给企业和居民降税减负，同时在国企、财税、金融等领域加大改革力度。

图一：2018 年名义 GDP 增速温和放缓



数据来源：Wind，汇丰晋信基金整理，截至 2018.9.20

图二：固定资产投资增速筑底

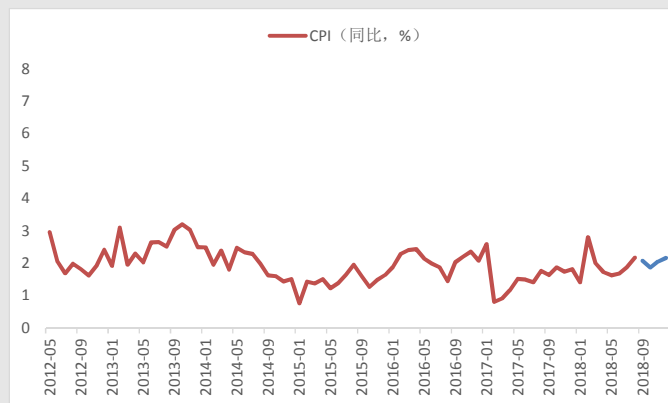


通胀中枢抬升，但很难形成滞胀。我们认为接下来，几个因素会抬升通胀中枢，

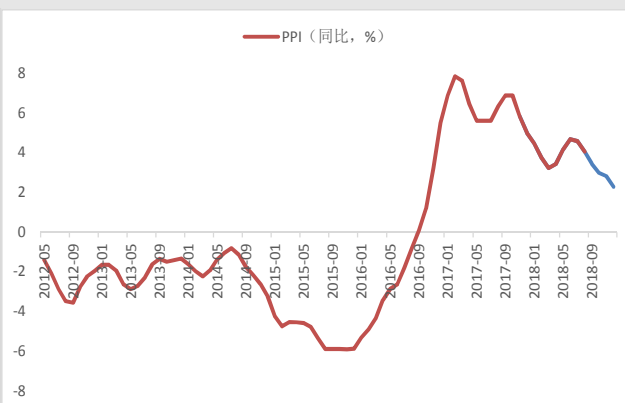
- 1) 猪肉价格逐步见底，未来或推升食品CPI。当前猪价已呈现结构性特征，即部分省份猪价已经开始环比上涨，而近期爆发的非洲猪瘟可能会加快行业底部的到来，未来猪价或将触底回升。
- 2) 近期雨水天气可能抬升蔬菜价格，但预计影响是脉冲的和短期的。
- 3) 近期一线城市房租出现一定上涨，对非食品价格形成支撑，但是全国范围内房价整体处于严控的环境下，房租并不存在大幅上涨的基础。

我们认为未来发生滞胀的概率很小，因为历史上几次高通胀均伴随着PPI的上涨，很少看到CPI与PPI的大幅背离。由于基数效应，未来PPI大趋势仍将回落，因此很难看到通胀大幅提升。展望4季度至2019年，CPI整体无忧，但是中枢可能会缓慢抬升。

图三：2018年CPI维持震荡



图四：PPI基数效应下出现回落



数据来源：Wind，汇丰晋信基金整理，截至2018.9.20

利率震荡下行，人民币贬值空间有限。我们认为无风险利率从长期来看具备向下的空间。短期来看，考虑美国利率处于高位以及短期的债券供给，无风险利率可能会在当前位置维持震荡。关于人民币汇率，我们认为四季度内很难继续大幅度贬值。一方面，二季度是美国经济的阶段性高点，随着美联储不断收紧货币政策，而欧央行延续QE刺激，三、四季度美国的经济数据或将后劲不足，美元进一步上涨空间有限。另外一方面，人民币经过前一轮快速贬值，压力已经释放得比较充分，继续贬值的空间有限。

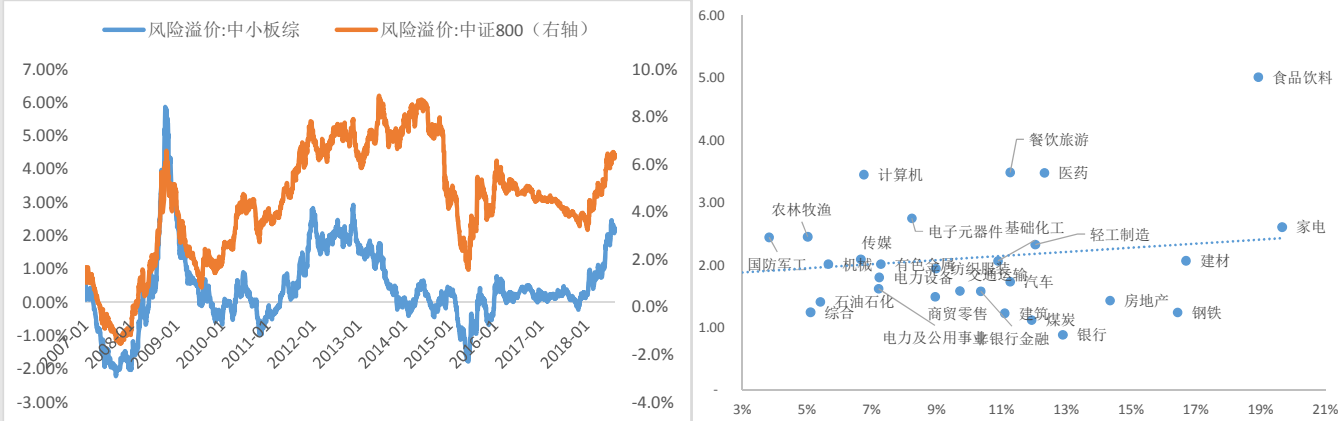
市场展望：龙头企业盈利相对稳定 A股迎中长期买点

A股中报盈利增速环比仍在继续回落，但趋势相对缓和。其中，A股整体盈利增速14.1%，相比一季报的14.4%小幅下行。非金融企业的盈利增速22.5%，相比一季报的23.7%也有所下行。受益于PPI在2季度回升，周期龙头的业绩依然相对稳定，我们预计剔除金融石化的A股在2018年-2019年的盈利增速分别是10%左右。因此即使估值受到压制，未来1年权益市场仍有望提供来自上市公司盈利确定性增长的投资回报。

目前市场情绪和交易换手已经降至历史较低位置，投资者可关注压制变量的边际变化。受中美贸易摩擦和国内去杠杆两个因素的压制，年初至今的A股主要指数下跌20%，个股中位数跌幅更是达到-27%。经过年初至今的调整之后，目前股市已经具备非常好的中长期配置价值。目前代表大市值股票的中证800指数和代表小市值股票的中小板综指的风险溢价均处于历史上比较高的水平。其中中证800的风险溢价已经超过6%，代表成长股的创业板综指的风险溢价超过2%，不论是价值还是成长，均已经修复到一个非常有吸引力的位置。接下来我们需要关注压制市场的两个变量的边际变化，中美贸易摩擦对于市场情绪的冲击逐步钝化，国内政策已经开始调整来托底经济，政府大力度给企业和居民降税减负，同时在国企、财税、金融等领域加大改革力度，从而提振市场信心。

图五：风险溢价已经回到较高水平

图六：分行业的PB-ROE



数据来源: Wind, 汇丰晋信基金整理, 截至2018.9.20

投资策略：震荡筑底，谨慎乐观

基于宏观部分的分析，压制市场的两个因素均出现了一些积极信号，市场也已经出现了一些筑底特征，我们2季度看好的低估值板块如金融和石化板块都取得了明显的绝对收益和相对收益。虽然中美贸易摩擦和国内去杠杆对于A股的压制暂时都无法从根本上得到解除，但考虑到目前整体A股估值已经基本上回到了历史上底部的水平，我们认为后续A股将呈现震荡筑底的态势。

4季度，我们将淡化板块配置，更多是自下而上选择低估值高分红标的，板块方面对高盈利高估值的板块相对谨慎，重视4季度估值切换的板块如保险、地产、航空等，继续看好5G为代表的成长板块。

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。