

月度市场评论

www.hsbcjt.cn

短期波动加大，估值修复反复

2月国内市场回顾与展望

2月份，几个前期压制市场表现的因素都出现了积极转好的信号，包括社融企稳、中美贸易谈判进展顺利、资本市场改革预期增强。在几个利好因素的共振下，风险偏好回升，市场迎来大幅反弹。

从各指数表现来看，上证综指上涨14%，沪深300上涨15%，中小板上漲22%，创业板上涨22%。从行业的涨跌幅来看，弹性较高的行业涨幅居前。其中，2月当月涨幅前五的行业分别是电子、通信、计算机、非银和传媒，涨幅分别为28%、28%、28%、26%和25%。涨跌后5名的行业是煤炭、食品饮料、家电、石油石化、银行，涨幅分别为12%、11%、11%、11%、8%。

表 1：2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	2,954	2,585	14%
深证综合指数	1,541	1,275	21%
沪深300指数	3,678	3,202	15%
上证50指数	2,750	2,483	11%
中小板指	5,881	4,837	22%
创业板指	1,520	1,228	24%

数据来源：Wind，汇丰晋信基金管理公司，截至 2019 年 2 月 28 日

主要宏观数据简评

2月份是宏观数据相对真空期，并且会受到春节因素的干扰，尤其是 PMI 和 CPI 数据。PMI 连续两个月低于 50 荣枯线，总体需求增长仍然相对低迷、工业品库存水平走弱。CPI 从全年来看，1、2月份是 2019 年低点，高点在 2 季度，整体来看今年通胀整体温和，不是股债表现的的决定性因素。

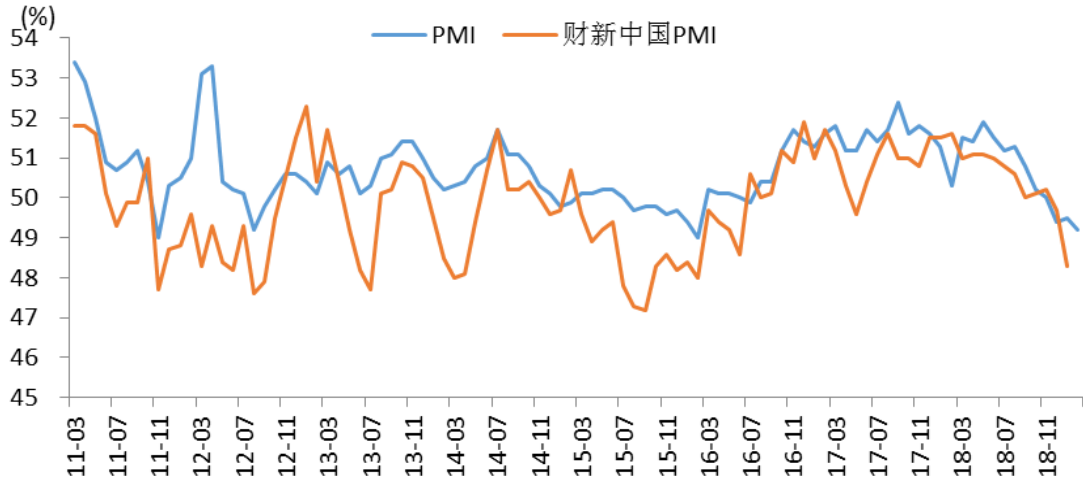
超预期的是 1 月份的社融数据。3.2 万亿信贷和 4.6 万亿社融意味着社融增速已经企稳，这是 2 月份市场风险偏好回升的主要因素。但是正如我们近期一直强调的，社融企稳但是仍在低位，很难看到新一轮大规模信用扩张周期。

统计局 PMI 连续 2 个月低于 50 荣枯线，总体需求增长仍然低迷

1 月份，中国制造业 PMI 为 49.5，较上月微升 0.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.7，较上月提升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.2，较上

月提升 0.6 个百分点。1 月中采制造业 PMI 指数从 2019 年 12 月的 49.4 小幅回升至 49.5，高于市场预期的 49.3。但从绝对水平来说，已经连续两个月低于 50 荣枯线。

图 1：统计局 PMI 连续 2 个月低于 50 荣枯线



数据来源：Wind，汇丰晋信基金管理公司，截至 2019 年 2 月 28 日。

分结构来看，原材料库存指数回升 1 个百分点至 48.1，但产成品库存指数下降 1 个百分点至 47.1，意味着上游工业品在补库存，但需求依然较为疲软。生产指数回升 0.1 个百分点至 50.9，但需求端新订单指数微降 0.1 个百分点至 49.6。从企业规模来看，大小型企业继续分化。1 月大型企业 PMI 上升 1.2 个百分点至 51.3。但是，中型企业 PMI 下降 1.2 个百分点至 47.2；小型企业 PMI 从上月的 48.6 进一步下跌至 47.3。

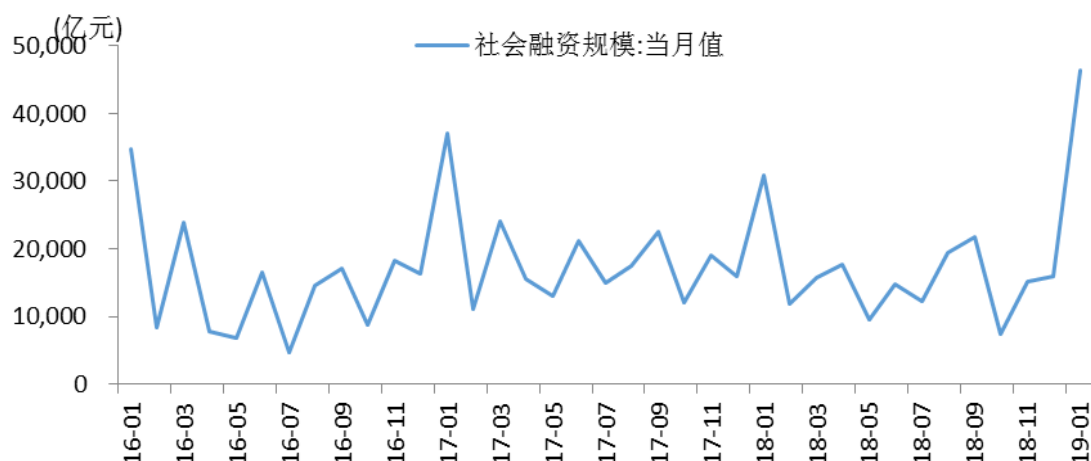
1 月制造业 PMI 数据表明总体需求增长仍然低迷。虽有小幅反弹，也主要是上游工业品的补库存需求推动。生产、新订单以及价格指标仍处于低位，总需求依然面临进一步下滑的压力。往前看，我们需继续关注信贷、社融等经济领先指标的走势以及进一步的逆周期政策进展。

1 月份社融余额增速企稳，经济下行压力缓解

1 月份信贷新增 3.23 万亿。信贷总量基本符合预期，结构上票据是主要增量。同比多增 3300 亿，也基本符合预期。结构上，居民贷款增加 1 万亿，企业贷款增加 2.6 万亿，票据融资 5000 亿。融资结构上基本上是信用扩张早期的特征，信贷总量扩张，但是结构上以新增票据为主。

社融总量大幅超预期。1 月份社融新增 4.64 万亿，同比多增 1.56 万亿。其中，对实体经济发放贷款同比多增 9000 亿，表外融资同比多增 2300 亿，企业债券净发行同比多增 3700 亿。结构上，表外融资结束了连续几个月收缩的态势，企业债券净发行也创新高。同时，1 月份社融余额增速企稳，经济下行压力缓解。作为经济领先指标，社融余额增速的企稳可以预见经济周期的企稳有望在接下来 2、3 季度内看到。虽难以直接开启新一轮新的经济复苏，进而大幅提升企业盈利，但是经济下行压力减缓的预期，有助于市场情绪和风险偏好的修复。

图 2：1 月份社融大超预期，社融余额增速企稳



数据来源：Wind，汇丰晋信基金管理公司，截至 2019 年 2 月 28 日。

3 月 A 股市场展望

近期上涨：风险偏好提升驱动

2 月市场情绪出现很大的修复，成交量一度突破万亿，换手率也接近 2014-2015 年高位的水平。1 月份社融企稳有助于修复市场对于经济的担忧，中美贸易摩擦阶段性缓解，也减轻了出口回落的压力。另外，股票市场稳定了服务实体经济的定位。这几个利好因素的共振，带来了市场的反弹和估值修复。

对于市场近期的大幅上涨，我们认为：这是一轮风险偏好提升驱动的行市。我们在 2019 年年度策略中提到，2019 年将是分子（企业盈利回落）和分母（估值扩张）的赛跑。但其不太可能开启一轮类似 2014-2015 年的泡沫行情。当前经济依然处于下行压力下，并且市场对于下行幅度依然有比较大的分歧。在这样的宏观背景下开启一轮杠杆和风险偏好提升的过程是比较不稳定的。同时近期增量资金入市的迹象非常明显，其中很大一部分来自于个人投资者，这会使得短期内市场的波动加大，并且不太可测。不过从中长期来看，年初的市场已经企稳。

3 月展望：估值修复将会有所反复

对于 3 月份的展望，我们认为，市场的主要矛盾将重新回到对经济基本面的判断上。3 月上旬公布的经济数据是重要的观察变量。从一些高频数据的分析来看，包括节后客流返工情况、电厂耗煤等，1、2 月份的经济数据可能比较平淡。风险偏好我们认为大概率会延续比较好的状态。3 月份召开的两会，大概率将延续去年底中央经济工作会议的基调，逆周期货币政策调控、财政政策降税减费都是值得期待的。经过年初的估值修复，目前市场的估值依然处在比较有吸引力的位置。但是短期经过一轮快速修复之后，波动率会加大，需要做好回撤控制。

中期来看，2018 年单边缩量下跌的市场已经结束了，当前位置依然有估值修复空间，个股层面仍然可以挑选出一批符合我们 PB-ROE 体系的标的，但由于经济仍然面临一定下行压力，意味着估值修复可能将会有所反复。

债市方面回顾：

2 月债市整体呈震荡态势，主要受到宽信用预期、地方债供给冲击以及股债跷跷板效应的影响。经济数据方面喜忧参半。2 月中国制造业 PMI 显示生产偏弱

但需求回暖,好转主要集中于大型企业。考虑到去年年末以来基建项目密集推出、地方债和信贷同步放量,短期需求回暖或与投资项目集中释放有关,但持续性仍需观察。而2月份公布的社融数据,在新增信贷、非标超预期,债券融资放量等多因素拉动下,整体好于预期,增速反弹。在地产低迷的状况下,融资企稳但未大幅激增,2019年经济下行压力依然较大。

在此影响下,截至2月28日,1年期国债收于2.41%,较1月末上行2基点;10年期国债收于3.17%,较1月末上行7基点。1年期国开债收于2.54%,较1月末持平;10年期国开债收于3.68%,较1月末上行13基点。此外,20年国开债收益率上行1基点至3.96%,20年国债收益率上行5基点至3.49%。

展望3月,我们认为债市大幅回调风险较为有限,向下仍有一定的空间。导致前期债市回调的主要原因是宽信用预期、地方债供给冲击以及股债跷跷板效应,加之基建投资回升,引发对重走举债发展老路的担忧。

但我们认为本轮基建投资只是有助于企稳而非强刺激。从经济基本面看,地产销量走弱制约投资增速,基建受制于地方政府债务约束,而工业增长受制于需求端。前期居民大幅举债透支了部分消费能力,出口方面外需走弱,贸易摩擦持续,经济下行压力仍大,对债市支撑仍在。因此从长期来看,债市依旧向好,短期调整,为我们提供了配置机会。

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。