

迈向15年



2023

年度投资展望

目录

投资者寄语	03
-------	----

中国股票市场	• 2022年中国股票市场回顾 • 中国重新开放与经济修复 • 2023年主要配置策略和投资主题	04
--------	--	----

全球债券市场	• 2022年全球债券市场回顾 • 美国经济“温和着陆”与央行货币决策 • 全球经济衰退下债券市场的机遇与挑战 • 人民币资产的逆势崛起	11
--------	--	----

关于我们	• 公司简介 • 奖项荣誉 • 联络我们	16
------	--	----

START
2030



甘添
行政总裁
华夏基金(香港)

迈向15年

2022年对全球股票市场和债券市场的投资者来说都是极为艰难的一年。经济活动和金融市场的波动更加剧烈，地缘冲突、通胀压力、货币政策紧缩和新冠疫情的扰动贯穿全年，全球经济衰退的魅影已然浮现，但整体而言我们认为最困难的阶段大概率已经过去。

中国股票市场在2022的表现不及多数投资者年初时的预期。新冠疫情和防控措施对年内的经济增长造成巨大冲击，一系列稳增长措施的效果在疫情扰动下大打折扣，中国经济增长和企业盈利的预期持续下调；投资者对俄乌冲突、台海局势和中美关系等地缘风险的担忧在年内多数时间持续，欧美发达经济体在通胀压力下迅猛加息对人民币汇率和中国股票市场的走势造成进一步压力。

但是华夏基金香港股票投资团队凭借极高的专业水准和辛勤付出在大幅波动的市场环境中延续了稳健的投资表现，主要产品的投资业绩领先业内，并成功获得几个长线资金的管理委托。

2022年的全球债券市场在全球紧缩背景下录得21世纪以来最差表现。地缘冲突、劳动力市场供给侧结构性问题令全球通胀严重程度和持续时间远超市场预期，美联储年内累计加息高达425bp，令美债利率收益率曲线整体大幅上行。信用债方面，全球整体信用利差从年初的历史估值高点调整至相对合理水平。就中资美元债而言，投资级板块在技术面支撑下相对表现较好，而高收益板块整体随着地产行业的持续低迷再度大幅下跌。

华夏基金香港债券投资团队力图在2022年波动的市场中通过把握宏观市场主要矛盾，降低并分散信用风险，力图为消费者提供相对稳健的超额收益。

展望2023年，海外发达经济体的加息进程接近尾声，全球经济面临较大的衰退风险，中国在新冠疫情防控政策调整后正式步入经济重新开放的进程。中国股票市场的主要内外部影响因素明显好转，2023年中国的经济增速有望领先全球其他主要经济体，海外加息和地缘风险对中国股票市场的影响较2022年有望减弱，盈利、估值和风险偏好都支持2023年中国股票市场的表现回暖。

债券市场方面，我们认为2023年美国经济有较大概率陷入相对温和的衰退中，美联储也有望在2023年底前重启降息，伴随加息见顶，美债利率有望出现回落，曲线形态也有望得到修正。与此同时，需要警惕明年经济下行或流动性收紧伴随的信用利差阶段性走宽风险，因此我们认为明年全球债券市场整体在波动中蕴藏着较好的短线交易和长期配置机会，偏好较为安全市场的高等级中长期债券。

除此之外，2022年我们在ESG方面取得重大突破。我们完成了股票投资和债券投资ESG体系的搭建，投研团队更多地ESG理念融入日常工作中，公司全体员工对ESG的重视程度大幅提升。我们的第一只ESG产品，恒指ESG ETF于2022年11月10日在港交所成功上市，一跃成为目前香港市场上规模最大的ESG指数基金产品。我们十分看好ESG投资的前景，并致力于成为资产管理行业可持续投资的践行者和推动者，我们期待在2023年推出更多ESG股票和债券产品。

衷心感谢您对华夏香港一直以来的信赖和支持！

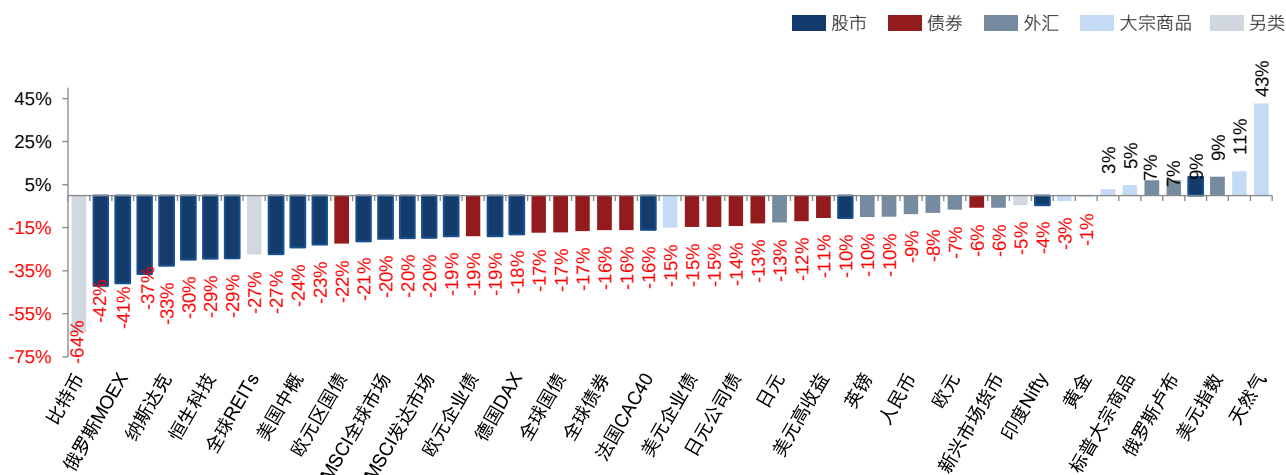
中国股票市场

2022年中国股票市场回顾

受多重内外部因素影响，中国股票市场在2022年的走势跌宕起伏，整体表现不及年初多数投资者的预期，连续两年在全球主要股票市场中表现落后。在过去2个月的反弹行情出现前，中国股票市场经历了持续约20个月的下跌行情，下跌的时间和幅度均为历史罕见。站在当前时点，伴随中国经济重

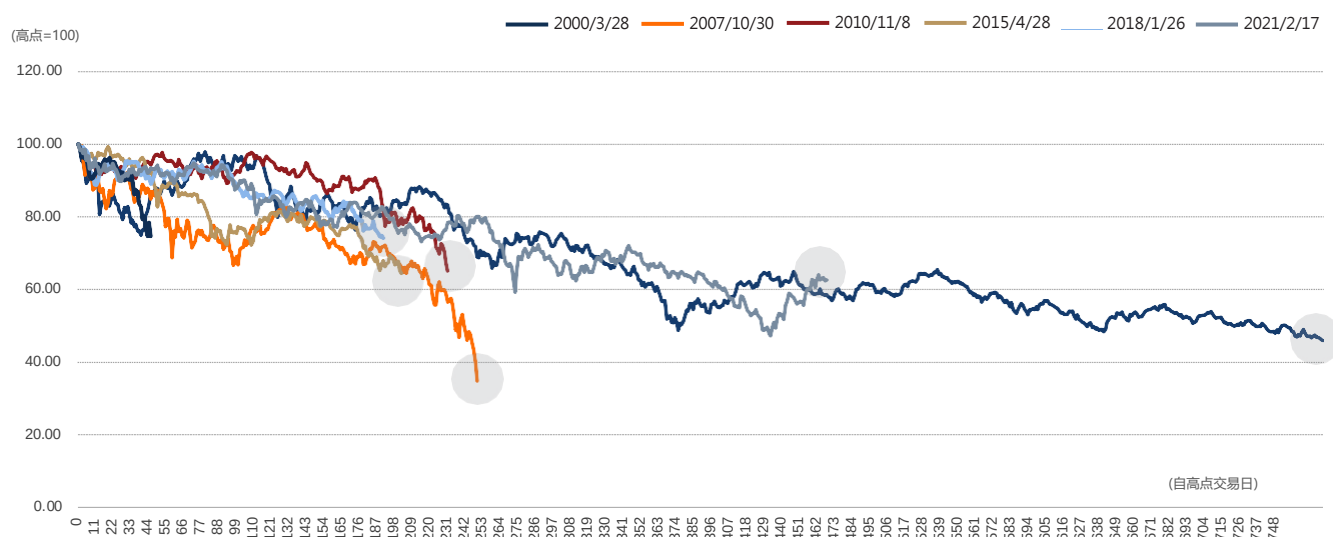
新开放进程的开启和稳增长政策的持续推出，2023年中国经济的增长、企业盈利的改善、市场不确定性的下降、投资者风险偏好的提升以及外部不利因素的减弱，有望改善中国股票市场2023年的表现。

图1: 2022年大类资产表现



资料来源：彭博，截至2022年12月20日。

图2：恒指历次大幅回撤与触底时间



内部因素

在中国内地新冠疫情散发、严格的新冠疫情防控措施下，经济复苏进程不及预期，叠加投资者对互联网平台经济、房地产等行业监管政策的担忧，从盈利和估值两个方面对中国股票市场的表现均形成制约。尽管中国从2021年四季度起进入新一轮宽松周期，但疫情影响下实体经济融资需求疲弱，宽松的货币政策和充裕的流动性未能带动社会融资需求的持续回暖。

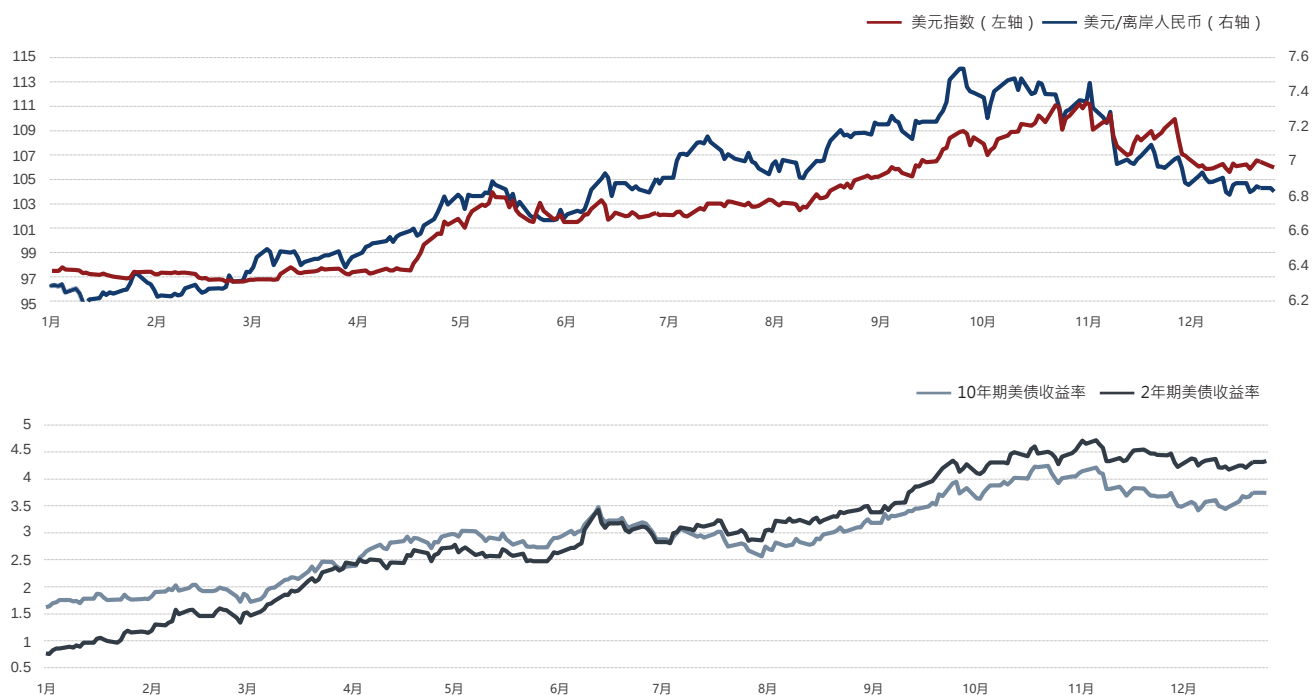
新冠病毒变种的高传播性令“动态清零”的难度和经济成本显著上升。2022年宏观经济和企业盈利增长的情况均低于年初市场的预期，多数行业和个股于年内面临持续的盈利预测下调压力，而疫情和防控政策影响的不确定性也抑制了投资者的风险偏好。但11月以来，随着疫情防控优化“二十条”和“新十条”措施的发布，中国新冠疫情防控工作重心从防控感染转变为医疗救治，疫情及防控措施对经济活动的影响在未来数月的过渡期后有望显著减弱，中国政府对平台经济和房地产的支持态度也令投资者重拾对相关行业的信心，投资者对中国经济和企业盈利增长的预期也更加乐观。

外部因素

2022年初以来欧美发达经济体在持续高通胀的压力下快速、大幅加息，通胀的粘性和加息的节奏均明显超出年初的市场预期，美元指数走强、欧美债券收益率走高对全球风险资产的表现造成冲击。俄乌冲突的爆发推高能源、粮食等大宗商品的价格，进一步加剧了通胀压力，而欧美国家对俄罗斯的严格制裁也一度引发海外投资者对中国所面临的潜在外溢风险的担忧，过去数年外资持续流入中国市场的趋势有所放缓，甚至短暂出现海外主动基金降低中国资产敞口的情形。海外发达经济体加息和地缘政治风险令原本受疫情影响基本面短期承压的中国股票雪上加霜。

不过自四季度以来，欧美经济体增长放缓的迹象愈发明显，投资者对通胀压力和加息的预期已经变得较为充分，美元指数和美债利率从年内高点回落，欧美经济体的加息进程对人民币和中国股票市场的冲击有所减弱。同时，中国经济重新开放、平台经济和房地产等行业政策显著回暖、中概股退市风险显著下降以及中国领导人与多个海外国家领导人的建设性对话，明显改善了投资者对人民币资产的风险偏好，此前投资者对中国股票市场的极端悲观预期和低配比例存在较大的修复空间。

图 3: 2022年美元指数、离岸人民币及美债利率走势



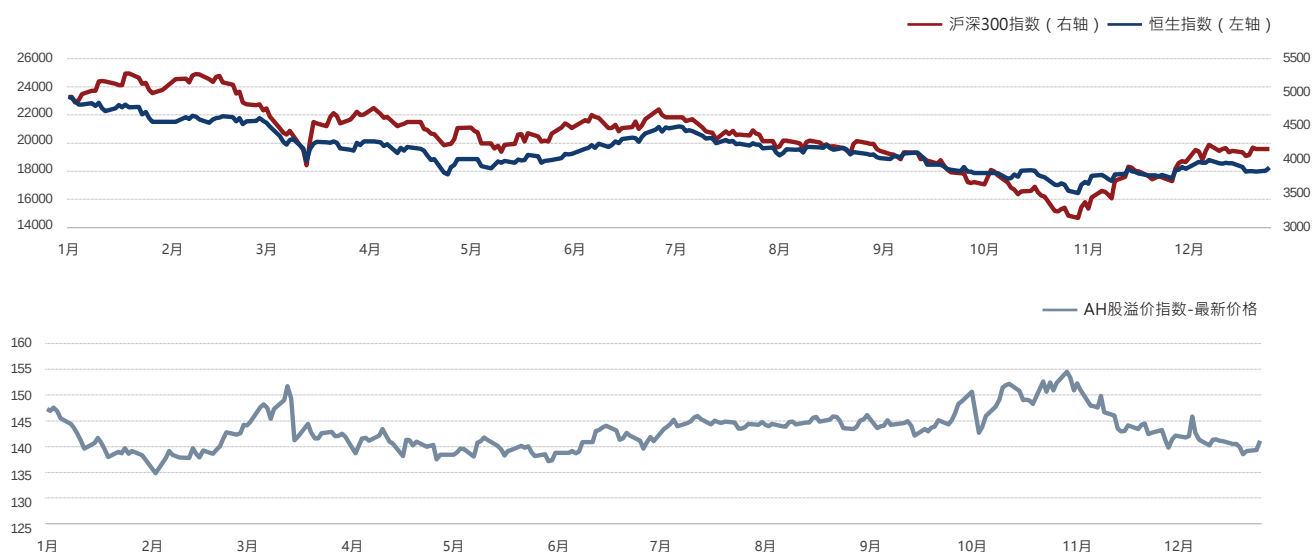
资料来源：彭博，截至2022年12月27日

相较于中国A股市场，海外中资股市场2022年的波动幅度更高，AH溢价指数年内多次随着市场下行达到较为极端的水平。这主要是因为海外中资股受外部因素影响更大，消费和TMT行业的权重更高。因此当2022年上半年俄乌危机爆发、中概股退市风险发酵、上海等地疫情升温，以及台海局势升级，海外市场货币政策紧缩进程超预期发生时，海外中资股的阶段性表现均差于同期的A股市场；而当2022年二季度后半段内地疫情回落，经济复苏预期增强，以及11月后

多重内外部因素显著改善时，海外中资股的反弹也显著大于A股市场。

根据历史情况，当美元指数下行，中国经济增长改善时，海外中资股市场通常表现不俗。海外影响因素和中国经济增长预期的改善，流动性、盈利预期和风险偏好等因素为海外中资股所带来的正面作用比A股市场更大。尽管11月以来的市场反弹中A/H溢价指数已经从历史高位回落，后续的基本面因素大概率将支持海外中资股市场估值水平的进一步修复。

图 4: 2022年沪深300指数、恒生指数、AH股溢价指数表现



资料来源：彭博，截至2022年12月27日

图 5: 近10年AH股溢价指数走势



资料来源：彭博，截至2022年12月27日



▶ 中国重新开放 与经济修复

中国重新开放是中国经济增长预期和资产价格走势的重要转折点。尽管年内投资者对中国经济开放时点的预期多次延后，但自11月以来中国经济开放的时间和节奏都显着超出市场预期，中国经济和股票市场大概率已经度过最困难的阶段。

中国的新冠疫情和防控政策是年内影响中国经济运行的关键变量。2022年新冠疫情对中国经济增长造成的压力显着超出年初市场的预期，多重内外部压力下中国全年的经济增长目标难以达成，多数上市公司的盈利预测持续下调，也制约了中国股票市场的表现。新冠病毒变种的高传播性对中国 “

动态清零”疫情防控政策的效果和经济成本形成挑战，上半年上海疫情的短暂爆发一度使得投资者对中国经济增长的预期明显减弱，部分投资者认为中国经济开放的时点和复苏的节奏存在较大不确定性，致使已然处于历史估值低位的中国股票市场面临较大压力。

但是11月以来，随着中国经济开放的方向明确，投资者对中长期中国经济增长的信心显着增强，尤其是海外投资者对中国资产的风险偏好明显提升，中国股票市场中长期的底部大概率已经出现。

自2022年11月以来中国防控措施的调整

11月10日	中共中央政治局常委会会议召开，在坚持“动态清零”总方针、“高效统筹疫情防控和经济社会发展”的基调不变下，会议关于疫情防控的表述更多转向强调“纠正层层加码，最大限度减少疫情对经济发展的影响”，标志着中国的疫情防控政策首次出现明显边际变化。
11月11日	国务院联防联控机制综合组发布疫情防控“二十条”优化措施，从密接、风险区、入境相关等多方面做出优化调整，减轻疫情对经济的影响，显著改善了市场对经济活动的预期。
12月6日	中共中央政治局召开会议，提出推动2023年经济运行“整体好转”，实现“质的有效提升”和“量的合理增长”，突出强调“实施扩大内需战略”，“充分发挥消费的基础作用”。
12月7日	国务院联防联控机制综合组发布疫情防控“新十条”优化措施，进一步优化了影响居民出行和服务消费的防控措施，缩小高风险区域划定范围，允许无症状感染者、轻症患者和密接居家隔离等，表明防疫政策已明确将实现经济影响最小化摆在更加突出的位置。中国重新开放的方向逐步成为市场共识，投资者的预期和信心得到进一步提振。
12月26日	国务院联防联控机制综合组印发《对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》，从2023年1月8日起对新冠病毒感染从“乙类甲管”调整到“乙类乙管”，不再对新冠病毒感染者实行隔离措施，不再判定密切接触者，不再划分高低风险区，同时不再对入境人员和货物等采取检疫传染病管理措施。至此，中国内地和出入境的新冠防控措施都已经出现实质性转变，中国重新开放的进程进一步加速。

随着疫情防控措施的调整，中国的疫情防控进入新阶段，工作重心从防控感染转变为医疗救治。疫情防控措施的优化在短期难免形成一轮全国范围内的感染高峰，中国重新开放的进程也需要经历数月的过渡期。

参考海外国家的情况，通常会在疫情防控措施放松后2-3个月内迎来首轮感染高峰，考虑当前新冠病毒毒株的强传播性、中国更大的放松力度和即将到来的春节返乡潮，预计中国多数地区的首轮感染高峰将会更快到来，由此带来的冲击有望在春节后逐步减弱。

疫情高峰期的最直接风险是大规模感染对医疗系统的冲击，从北京、河北等感染进度靠前地区的情况来看，感染迅速攀升对医疗系统造成的压力整体是可控的。数据显示，截至目前多个中国大城市已经达到感染高峰，且部分城市的微观经济活动指标已经开始从低位回升。随着越来越多的地区度过首轮感染快速上升的阶段，中国的经济和社会秩序将加速恢复，经济增长速度将更快回复至潜在增速水平。

短期内感染攀升的冲击已经在11月的经济数据中显现，11月生产、投资、消费等数据均明显回落。随着越来越多的地区在春节前后达到感染高峰，虽然未来1-2个月内中国的经

济活动仍然面临冲击，但冲击力度将在春节后明显减弱。中国重新开放进度的提前将有利于2023年经济增速的恢复。

我们预计2022年四季度中国经济增速约为2-2.5%，2022年全年中国经济增速有望达到3%左右。综合考虑中国重新开放节奏的加快、中国潜在的经济增长能力和就业压力，我们预计2023年中国经济有望在“高质量发展”和“统筹当前和长远”的前提下实现不低于5%的增长。

关于中国经济复苏的节奏，我们预期2023年春节后到二季度将是中国经济复苏斜率最大的时间段。一方面，中国大部分地区的疫情发展将在春节后趋稳，届时疫情对经济活动的影响将明显减弱，经济复苏的动能将显著增强。另一方面，全国两会后随着新一届领导班子成员到位，更多的稳增长政策和措施将加速落地，二季度将是罕有的经济快速修复的时间窗口，我们期待在消费和投资等领域看到更多的刺激措施出台。

虽然参考海外国家疫情发展的节奏，不排除中国在经历首轮疫情后或会在2023年出现新一轮的疫情反弹，但后续的疫情反弹对医疗资源、经济活动等方面造成的冲击预计将明显小于首轮感染高峰，故而对股票市场的影响也将大幅减弱。



2023年主要配置策略和投资主题

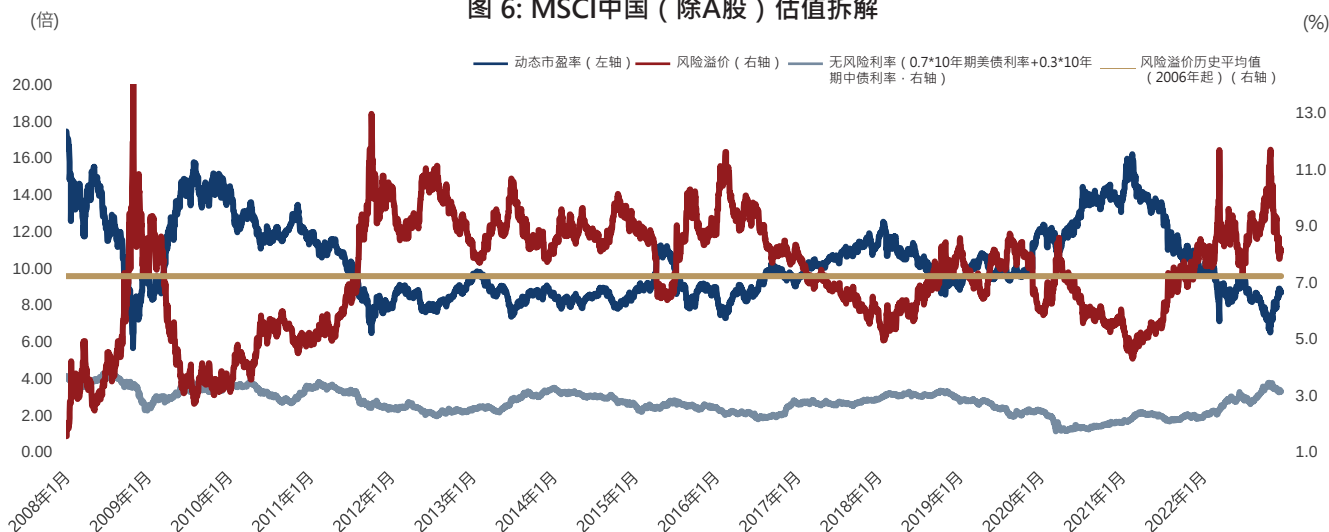
从估值和催化剂的角度：我们认为2023年海外中资股市场的表现有望好于A股市场。海外中资股市场过去2年受到多重内外部因素的影响，市场估值的调整更加充分，自美元指数回落、中国经济复苏、房地产和平台经济等行业政策回暖过程中的受益程度更大，后续估值进一步修复的空间也大于A股市场。

资金层面：外资机构在海外中资股市场的持股比例远高于A股市场，过去一段时间海外投资机构显著低配中国股票市场，随着中国经济增长和外部因素的改善，外资再度流入中国市场，海外中资股市场相较A股更为受益。港股通南向资金在2022年港股市场宽幅震荡的过程中延续了强劲的流

入趋势，随着互联互通机制持续优化（如港股通标的范围进一步扩大、港股通南向交易以人民币计价、增设人民币股票交易柜台等），我们预期南向资金在2023年对海外中资股市场的支撑作用有望进一步增强。同时，港股上市制度的改革有望继续优化海外中资股市场的行业结构，更多“特专科

技”公司赴港上市将弥补海外中资股市场在新一代信息技术、先进硬件及材料、新能源等前沿硬科技领域投资标的不足的短板，为投资者提供更多的投资选择，同时吸引更多全球投资者投资于海外中资股市场。

图 6: MSCI中国（除A股）估值拆解



资料来源：彭博，万得，FactSet，中金公司，截至2022年12月20日。

投资主题方面：我们在2023年相对看好受益于1）中国经济复苏、2）产业升级和国产替代的高景气科技制造行业、3）“中国特色估值体系”优质国企的三大投资机会。

1.中国的经济复苏将是2023年最大的宏观变量，受益经济复苏过程的相关行业预计将是2023年最重要的投资主线之一，包括消费、交通运输、房地产产业链、金融、医疗服务和服务等。从11月开始的市场反弹中，上述行业的大多数股票已经出现了一定程度的估值修复，叠加管控措施优化后短期疫情冲击加剧，相关行业的整体估值已经接近相对合理的水平。中国经济复苏的斜率在2023年仍将是影响中国股票市场和上述行业表现的重要变量，疫情影响逐步减弱后，居民对收入前景的预期、消费的意愿、房地产销售恢复和房价企稳的节奏以及政府在消费和投资领域是否有更大力度的刺激政策也值得进一步关注。尽管如此，我们仍然认为2023年经济复苏的过程中，上述行业将不乏个股层面的投资机会，尤其是在疫情导致的持续数年的行业出清后，优质公司将在行业回暖的过程中实现远超行业的增长速度，给投资者带来丰厚的投资收益。

2.受益于产业升级和国产替代的高景气科技制造行业仍将是国家政策长期支持的方向，也是中国“高质量发展”的要求。二十大报告中多次提及“安全”和“稳定”，中央经济工作会议也指出“布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制”，我们期待2023年在先进科技制造领域有更多产业支持政策的推出。更重要的是，近年来大批中国科技

制造行业的公司高速发展，新能源和电动车相关产业领先全球，半导体、军工、先进仪器和材料等领域也不断取得突破，在此过程中存在大量的中小市值成长股的投资机会。尽管新能源和电动车行业的增速在2023年将出现放缓，但仍将保持较快的增长，具竞争优势和受益于新技术变革的公司值得重点关注。半导体行业的投资仍将围绕国产替代（中长期趋势）和景气度（短期趋势）两大主线，在短期景气度的低位布局中“国产替代”长期趋势明确的品种，等待下一轮景气度和“国产替代”趋势的共振。军工行业成长的确定性仍然较高，但股价易受市场情绪影响导致波动性放大，我们将重点关注业绩兑现加速和具备估值安全边际的个股机会。

3.优质上市国企有望在“中国特色估值体系”下迎来价值重估。11月21日，证监会主席易会满指出，“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥”。国有上市企业估值普遍偏低的现象在中国股票市场长期存在，金融、能源、电信、基建、交通运输等行业的大量上市国企的股价低于净资产，多数国企尽管盈利稳定性较好但股价却表现低迷。随着上市国企与资本市场的沟通加强、激励机制逐步完善、分红比例不断提升、外延投资拓展新领域，在2023年宏观经济复苏的背景下，我们预期优质上市国企有望迎来较好的价值重估的机会。从历史走势来看，上市国企在市场下行阶段的韧性较强，而在市场上行阶段的弹性较弱。如果2023年市场阶段性出现不确定性增大、波动幅度上升的情况，能够提供稳定现金流回报、估值水平有提升空间且盈利稳定性较强的上市国企有望迎来较好的投资机遇。

全球债券市场

2022年全球债券市场回顾

回首2022年，伴随着地缘冲突和全球流动性的紧缩，风险资产遭遇了金融危机后最大的压力。全年来看，避险资产美元

和大宗商品跑赢金融资产，权益类尤其是新兴市场和成长股表现落后，全球固收类资产也录得20年来最差表现。

图 7: 大类资产表现

指数	2020年	2021年	2022一季度	2022二季度	2022三季度	2022四季度	2022年
农产品	14.9%	24.7%	22.0%	-8.0%	1.4%	-1.4%	12.1%
美元指数	-6.7%	6.4%	2.8%	6.5%	7.1%	-7.7%	8.2%
WTI 原油	-20.5%	55.0%	33.3%	5.5%	-24.8%	1.0%	6.7%
黄金	25.1%	-3.6%	5.9%	-6.7%	-8.1%	9.8%	-0.3%
日经指数	16.0%	0.5%	0.9%	-5.1%	-1.7%	0.6%	-5.3%
工业金属	14.8%	29.6%	17.7%	-25.3%	-7.5%	13.6%	-7.6%
欧元区股票指数	-5.1%	21.0%	-9.2%	-11.5%	-4.0%	14.3%	-11.7%
全球高收益债券总回报	7.0%	1.0%	-5.7%	-11.9%	-2.7%	8.0%	-12.7%
全球投资级债券总回报	-3.4%	-14.1%	-6.0%	-0.6%	-21.2%	14.9%	-15.5%
香港恒指	9.2%	-4.7%	-6.2%	-8.3%	-6.9%	4.5%	-16.2%
美国标准普尔股票	18.4%	28.7%	-4.6%	-16.1%	-4.9%	7.6%	-18.1%
罗素指数	18.4%	13.7%	-7.8%	-17.5%	-2.5%	5.8%	-21.6%
沪深300	27.2%	-5.2%	-14.5%	6.2%	-15.2%	1.8%	-21.6%
新兴市场股票	15.8%	-4.6%	-7.3%	-12.4%	-12.5%	9.2%	-22.4%
纳斯达克	43.6%	21.4%	-9.1%	-22.4%	-4.1%	-1.0%	-33.1%

资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

如果说俄乌冲突是上半年的黑天鹅事件，那持续高企的通胀，尤其是服务业通胀的粘性则是全年笼罩在市场上空、远超投资者预期的阴霾。失控的通胀形成的主因是疫情前大规模放水和疫情带来的供给侧结构性问题，从而促使美联储不得不采取40年来最激进的加息路径来进行遏制。2022年全年，美联储共加息7次，总计加息425bp，远远高于2021年底市场预期的75bp。与此同时，欧洲央行、英国央行及

大多数新兴市场同样快速加息，从而抑制了市场整体风险偏好。

不过快速加息可能引发的全球衰退以及加息进程的放缓也逐步被市场定价，继7月市场出现一波短线反弹后，美债收益率自11月以来再次回落，带动风险资产再次走出一波行情。

图 8: 固收类资产表现

指数	2020年	2021年	2022一季度	2022二季度	2022三季度	2022四季度	2022年
美国国债	8.2%	-2.4%	-5.6%	-3.8%	-4.7%	0.7%	-12.9%
发达市场主权债	9.3%	-6.9%	-6.5%	-8.9%	-7.7%	4.3%	-18.0%
美国投资级公司债	9.8%	-1.0%	-7.7%	-6.7%	-5.1%	3.5%	-15.4%
美国高收益债券	6.2%	5.4%	-4.5%	-10.0%	-0.7%	4.0%	-11.2%
欧洲投资级债券	2.8%	-0.8%	-5.9%	-7.5%	-5.0%	1.1%	-16.4%
欧洲高收益债券	9.5%	-1.6%	-9.2%	-14.7%	-5.8%	11.9%	-18.3%
新兴市场公司债	7.8%	-1.9%	-9.6%	-6.7%	-3.8%	5.0%	-14.8%
亚洲高收益债券	6.2%	-17.5%	-13.8%	-13.3%	-8.3%	14.1%	-21.8%
亚洲美元债	7.1%	-3.1%	-7.0%	-5.3%	-4.0%	3.4%	-12.6%
新兴市场主权债	6.9%	-3.6%	-10.0%	-12.5%	-5.4%	9.0%	-18.8%
中资美元投资级	6.6%	-0.2%	-5.7%	-2.9%	-3.2%	1.8%	-9.9%
中资美元高收益	9.4%	-33.3%	-25.2%	-16.9%	-15.5%	27.1%	-33.3%

资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

毫无疑问，快速紧缩对全球债券市场产生了巨大的冲击。2022年彭博全球债券指数下跌超过15%，几乎抹平了过去5年的全部涨幅，其中美债利率上行对“负收益”的贡献超过了70%。2年期美债利率上行3.5%，10年期美债上行超过2%，美债曲线倒挂比前几轮加息周期更早到来，幅度也更深。除中国和日本外，基本所有国家的国债利率均有不同程度的上行。

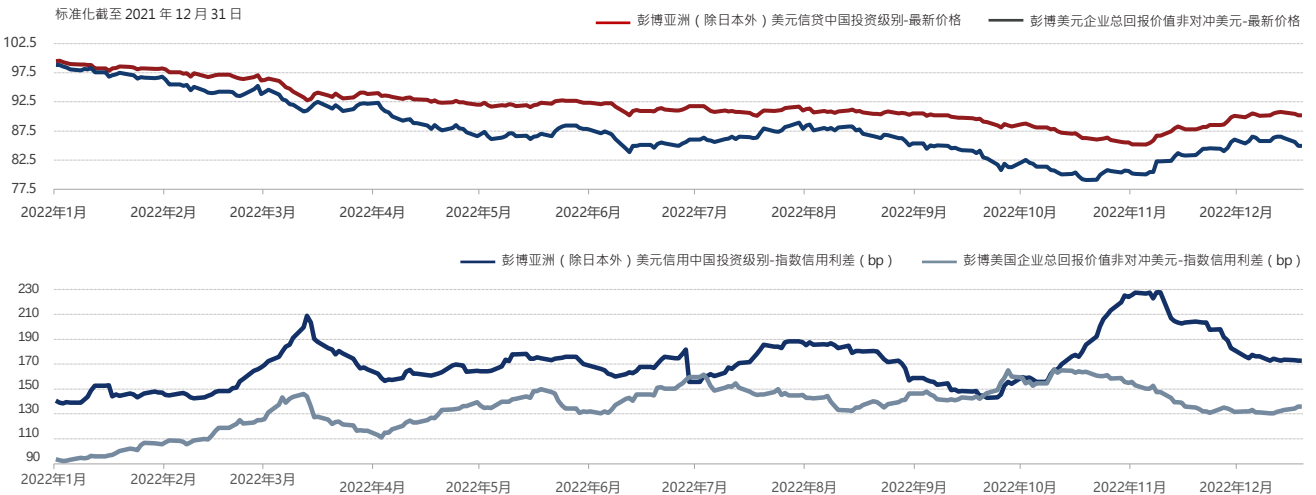
信用债方面，融资成本的上升令信用债的供给相较2020年和2021年下降超过30%，在需求端，资金也从债券基金显

着流出。全年信用利差相较于2021年底的较高水平，出现了一定修正，但分阶段来看，上半年信用利差整体走宽，下半年信用利差则呈现宽幅波动。

投资级债券方面，中资美元债表现相对独立，受益于中美利差带来的技术面支持，较短久期中资美元债跑赢欧美发达市场。

高收益债方面，美国表现依旧领先，中国和欧洲则分别由于地产行业下行和俄乌冲突而表现落后。

图 9: 中资投资级债券VS美国投资级债券



资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

▶ 美国经济“温和着陆”与央行货币决策



美国经济

进入2023年，市场的关注点会逐步由通胀和美联储加息转向美国经济衰退。基于历史经验和本次周期的独特性，我们倾向于认为在基准情形下，美国经济会通过“浅衰退”的模式实现相对的“温和着陆”。

尽管美国GDP在经历了前两个季度的负增长后于第三季度

重新转正，但大多数在过往经济周期中的先行指标（如PMI和房屋销售等经济数据、2-10年期利差等金融数据）均显示美国在2023年二季度左右有较大概率陷入衰退。回顾美联储过去50年间的9次加息，当面对高通胀时几乎很难避免经济衰退。

图 10: 多个领先指标表明衰退压力较大

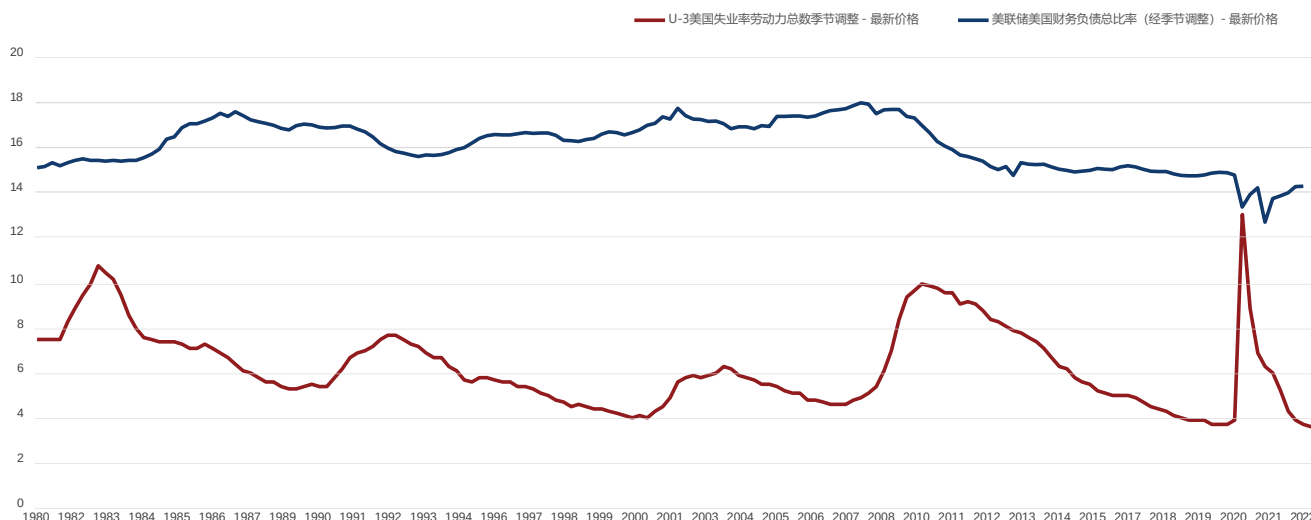


资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

但本次又与历史上的加息周期有较大不同，一方面就业市场的结构性问题依旧没有解决，失业率维持低位；另一方面尽管房屋销售和房价有明显下滑，但居民的资产负债率和定息

按揭占比仍处于健康水平，因此我们认为出现深度衰退或经济危机的概率较低。

图 11: 美国就业率和居民金融负债相对健康



资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

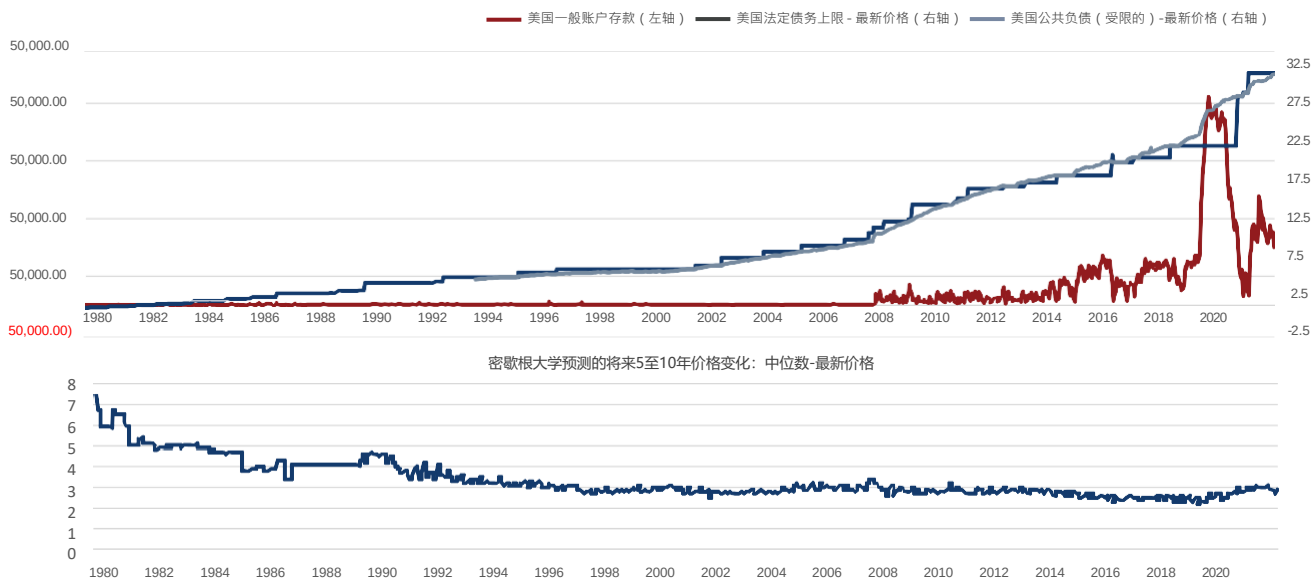
美联储的货币决策和加息路径

美联储需要在经济衰退和通胀之间进行平衡以制定下一步的货币决策。

通胀方面，美国通胀大概率已经见顶，一方面房租是滞后指标，下降只是时间问题，另一方面供应链瓶颈明显缓解，职位

空缺问题能否缓解和工资增速能否回落则是明年关注的核心。与沃尔克时代不同，如今美联储决策时面临的顾虑更为复杂，金融市场的流动性、稳定性和债务上限问题可能会对未来的加息产生一定掣肘，且当前的长期通胀率尚算健康。

图 12: 美国债务上限问题仍存但长期通胀预期稳定



资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

我们认为美联储于短期内出现态度大逆转的概率不大，但综合考量我们认为本轮加息可能尚未足够充分，明年美联储可能会再加息2-3次（不超过75bp的加息幅度）后结束本轮加息。之后可能在顶点维持相对较短的时间（6个月左右）后开始缓慢降息。当然也不排除在滞胀压力下，美联储通过调整通胀目标为货币政策提供更多空间的可能性。

短期来看，美债收益率在明年第一季度仍有上行动能，两年期美债收益率有望逼近4.5%，10年期美债收益率重新回到4%附近。

从中期看，随着加息见顶，降息预期走高，美债收益率会逐步回落，如果明年底开始降息，预计明年底两年期美债收益率可能回落至3.5%-4%，利率曲线逐步恢复陡峭。

对于其他经济体，中国和多数发达国家2022年经济增长皆低于年初预期，而多数新兴市场国家2022年经济增速则超预期。进入2023年，根据国际货币基金组织（IMF）的最新预测，除中国外的世界主要经济体受制于流动性收缩、需求减弱和高基数等因素，2023年的经济增速将进一步放缓，欧元区能源和债务问题、以及日本货币政策框架的调整成为

明年区域经济是否会陷入衰退的关键影响因素。

货币政策方面，期货市场预期显示大部分经济体的加息可能在明年第二季度见顶，随后基准利率将进入高位平台期或出现回落。而中国和日本则将面临逆全球周期的紧缩压力。

图 13: 主要经济体GDP增速预期与政策利率预期

	2022年GDP增速预期	2023年GDP增速预期	目前基准利率	六个月隐含利率	一年隐含利率
美国	1.6	1	4.38	4.93	4.5
加拿大	3.3	1.5	4.25	5.17	3.69
欧元区	3.1	0.5	2	3.79	3.82
英国	3.6	0.1	3.5	4.61	4.74
日本	1.7	1.6	-0.1	0.1	0.28
中国	3.2	4.4	2	2.16	2.41
印度	6.8	6.1	6.25	6.35	6.03
巴西	2.8	1	13.75	14.04	13.21
南非	2.1	1.1	7	7.45	7.56

资料来源：彭博，IMF，截至2022年12月22日。



在经历了2022惨淡的表现之后，全球整体固定收益市场（以彭博全球综合总回报指数为例）的收益率已到达过去十年的最高位，从长期维度而言有着具吸引力的相对和绝对配置价值。此外随着美联储加息见顶，优质的长端债券也会出现较好的阶段性交易机会，但考虑到当前大部分板块信用利差估值不算便宜，若经济出现衰退可能面临信用利差走宽的风险，因此我们对明年的整体债券市场持审慎乐观的态度。

从全球各板块估值来看，大部分板块的信用利差经过11月以来的反弹后处于50-70分位数（2022年的高点则处于过去五年70-90分位数），而大型银行信用违约掉期（CDS）的信用利差相较之前金融危机时期（08年金融危机、12年欧债危机和20年流动性危机）的高点仍有距离。尽管我们认为在2023年发生类似金融或经济危机的概率极低，但明年信用利差阶段性走宽的风险依然值得警惕。

美国投资级信用债

估值方面：纵向来看，美国投资级债券的信用利差处于过去十年的65分位数；横向而言，美国高收益和新兴市场美元债相对于美国投资级债券的利差虽然从历史低位回升，但长期来看仍处于历史均值水平，因此有一定吸引力。

01

基本面方面：整体信用情况目前依旧十分健康，尽管明年走弱基本确定，但大部分发行人通过在2020年和2021年低息环境中完成大量长期债务的提前融资从而降低了债务压力。

02

历史经济周期表明，美国投资级债券信用利差在加息见顶后不会出现明显走宽或收窄，而在第一次降息开启时才会出现明显走宽。

03

配置建议

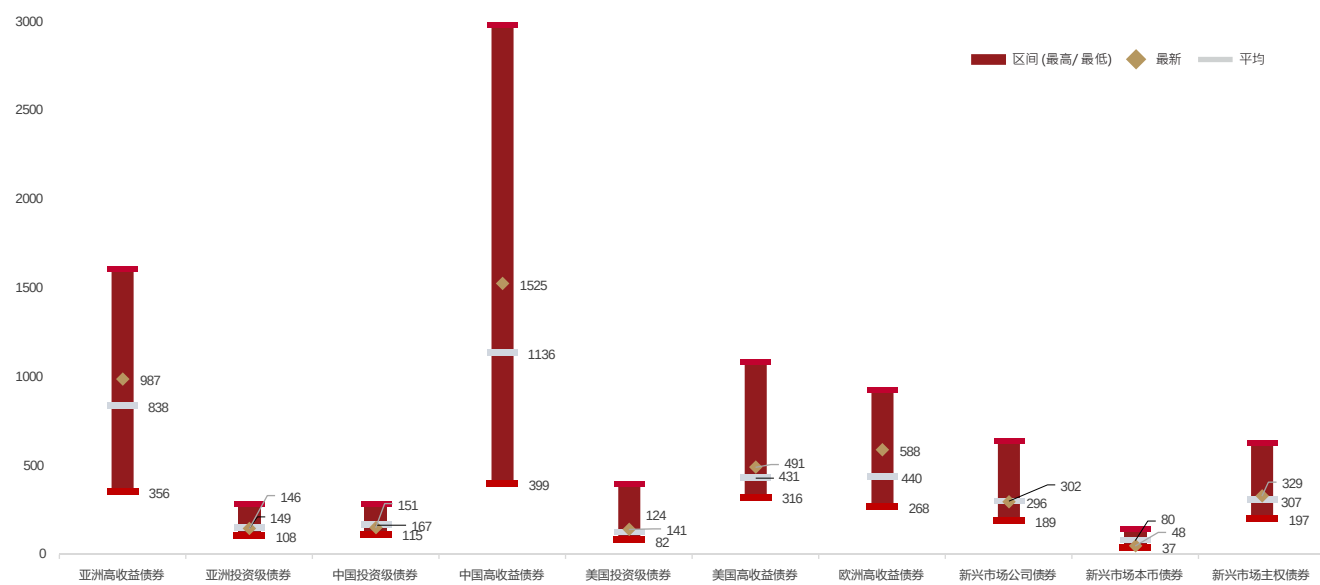
美国投资级债券在加息见顶或经济衰退程度可控时存在较好的长期配置和阶段性交易机会	
评级	首选长久期A评级以上债券降低信用利差走宽风险
行业	高配盈利稳健和流动性健康的行业，如医疗、通讯、公用事业 相对高配估值有吸引力，供给预期增速放缓的银行业 相对低配今年表现较好疫情修复和能源行业 低配周期性行业

中资美元债

1在中国疫情防控放松后的感染高峰期度过后，中国经济形势有望得到明显修复，其中的核心关键影响因素是消费和地产，财政政策更多依赖央行定向精准投放。值得注意的是中资美元债自11月以来已经大幅反弹，同期因境内理财大

量赎回，境内信用债重新定价，目前中资美元债的溢价相对于境内债已经明显缩小甚至反转，部分板块的技术面支撑降低，同时需要警惕在美国流动性紧缩背景下，杠杆成本上升在市场下跌时的加速器效应。

图 14: 全球不同板块过去五年利差估值



资料来源：彭博，截至2022年12月31日。

基准情景下中资美元债配置建议

	中资银行	中资非银金融	中资国企	中资城投 (非核心国企)	中资TMT (民营企业)	中资地产
今年表现回顾	表现领先，高等级债券估值位于历史高位，次级债明显领先其他区域	AMC受到宏观影响表现落后，其余板块表现相对坚挺。	大部分名字在技术面和基本面支撑下明显跑赢	发行量较大，SBLC占比提升，前3季度表现坚挺，近期表现分化较大	年内跟随权益类资产波动较大，近期估值回到相对合理水平	继续大量房企违约，情绪极差，指数下跌一度超50%，近期反弹
目前估值情况	高	中性 (AMC低)	略高	中性	略低	低
企业基本面展望	受到地产的影响，NPL可能小幅上升，但整体坏账和流动性风险可控	经济基本面复苏对租赁和券商保险产生相对支撑，AMC亏损预计仍较大	政策支持下预计基本面依旧维持强劲，关注中美关系	地产疲弱和疫情支出对地方财政产生较大压力	互联网软件方面随着政策利空出尽盈利有望修复，硬件方面全球经济衰退相对承压	预计政策会有支持，但长期行业下滑趋势不改，仍会有房企暴雷
技术面展望	预计TLAC类债券供给较多，但资产荒背景下能被较好消化	供给预计以再融资为主，高BETA预计仍有较大波动，国企信仰背景下可把握机会	预计供给稀缺，板块净融资持续为负，境内低息环境下，需求预计仍会较强	供给主要再融资，担保发行占比或上升，目前BBB相对境内城投利差仍有50bp，但境内估值仍较高	以再融资为主，关注国际投资人是否会重新进场	明年上半年正常融资窗口仍较难打开，市场情绪短期难完全回复，较大波动同时也有博弈机会
配置建议	略低配	择机	中性	低配	中性	择机

基准情景下全球不同区域配置建议

	横向相对估值	风险	反弹顺序	短期配置建议	不同市场预期下中长期配置建议		
					悲观	中性	乐观
中资	中	中	相对独立	中性	高配	中性	中性
亚洲非中资	略贵	中	相对中间	中性	中性	高配	高配
美国	中	较小	相对领先	中性	高配	高配	中性
欧洲	略便宜	较大	相对中间	低配	低配	低配	高配
其他新兴市场	略贵	较大	相对落后	低配	低配	中性	高配
现金 (货币市场工具)	便宜	极小	逆周期	高配	高配	低配	低配

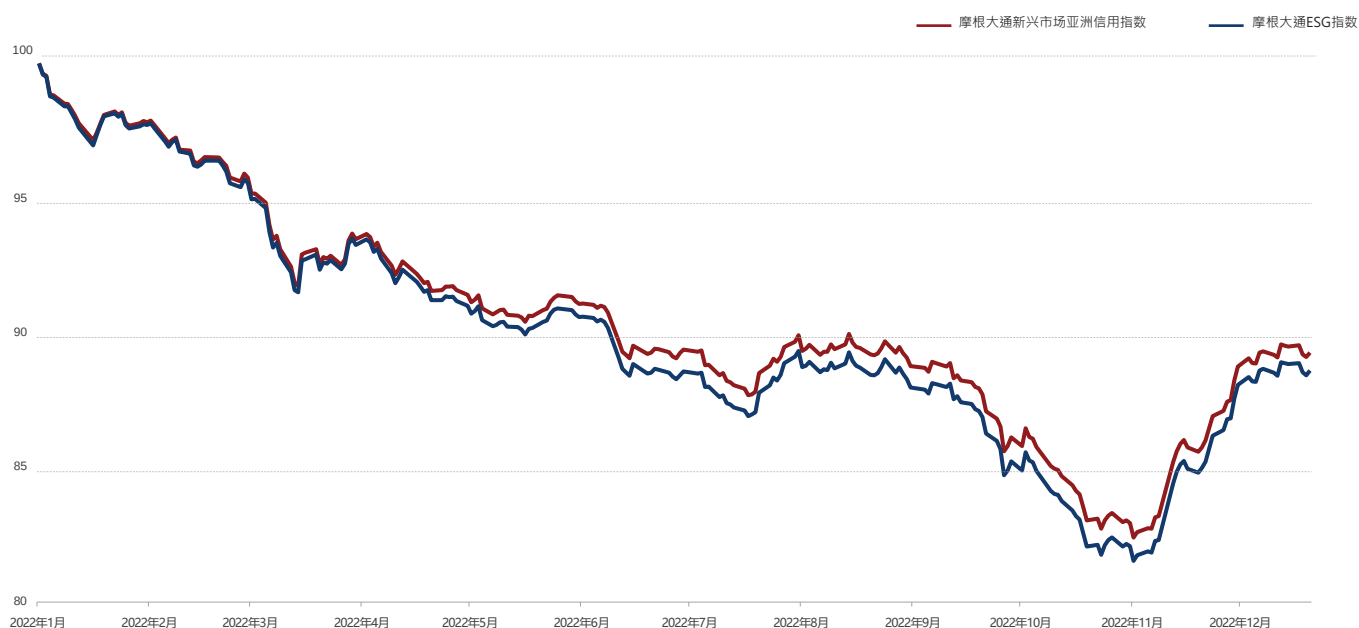
主题投资

固定收益ESG投资有望重振旗鼓，尽管今年ESG概念在能源危机背景下饱受争议，令亚洲ESG债券指数相对跑输传统指数，但全年ESG债券发行量占比继续上升，ESG基金逆势持续吸引资金净流入，我们认为ESG固定收益投资仍具备较好的投资价值。

随着监管、披露的不断完善，市场风格的转向，长期投资趋势带来资金的持续流入，ESG债券和ESG评分较高以及ESG评分持续改善的企业发行债券将成为2023年值得关注的投资机会。



图 15: 亚洲债券ESG指数与传统指数表现对比



资料来源：摩根大通，截至2022年12月22日。

整体来看，我们认为明年随着加息见顶，明年全球债券市场在经济和政策不确定性中蕴育着确定性的机遇。若美国经济最终实现温和着陆，市场会明显企稳，但不具备2020年流动性危机后所有风险资产协同快速强势V型反弹的条件，预计大概率会慢速波动上涨。

建议投资者需在短期内控制和分散信用和国别风险，并保有较好的流动性以应对潜在危机，为抄底储备子弹。机会到来时，可首先从投资级别债券入手，包括美国国债、主权债、半主权债、高评级信用债等。

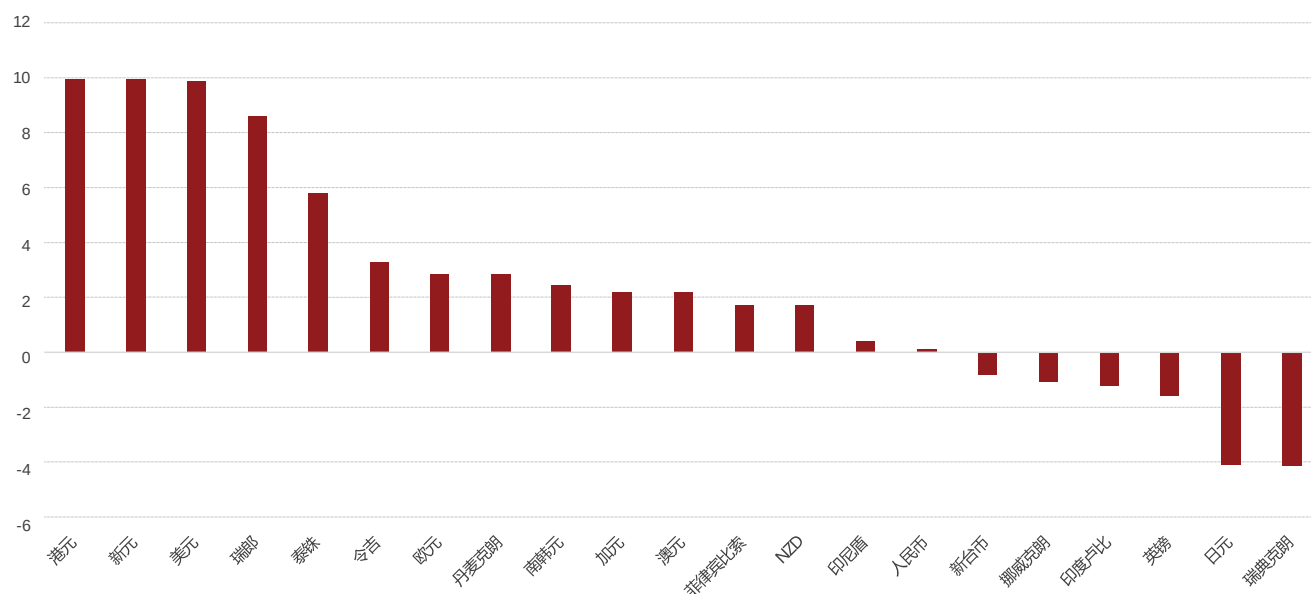
人民币资产的 逆势崛起



回顾2022年，受地缘政治风险频发、美联储超预期加息、疫情扰动、以及中国房地产风险恶化等因素的影响，尽管中国的贸易顺差创历史新高，但人民币汇率依旧出现一定的下

跌。2022年人民币较美元贬值约9%，但CFETS一篮子货币指数温和贬值约3.5%，较英镑、日元等货币小幅升值。

图 16: 2022年主要货币相对于人民币的表现



资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

不过美联储加息最激进阶段已过，美元指数见顶回落，美元兑人民币汇率也从2005年汇改以来的最高点回到7.0以下。我们认为即使美联储紧缩路径未来仍存在不确定性，美元指数未必立即趋势性回落，但2023年美元将整体呈现弱势状态。在高利率环境和高基数效应下，美国经济很难继续维持强势状态，近期美国一系列经济指标已经开始落入收缩区间。在中期选举之后，美国两院将处于分裂状态，未来两年重大立法被搁置的概率增加，将导致美国财政政策收缩，从

而对美国经济造成拖累。在紧缩周期末期，美元指数往往领先美债收益率先一步下行，因此我们预计明年人民币兑美元汇率将面临顺风环境。

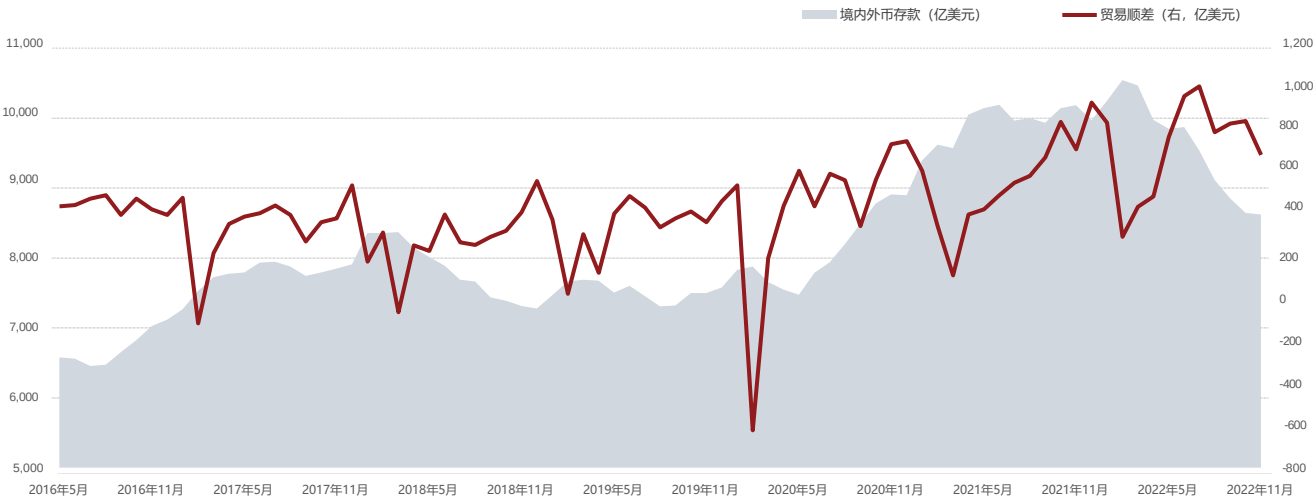
从中国自身来看，自四季度中国对疫情防控政策进行优化、加大房地产纾困力度以及重新将稳增长作为第一要务，拖累经济增长的主要因素正在消除，预计明年中国经济将出现明显回升，进而从基本面支撑人民币汇率。

虽然在海外需求收缩和高基数效应的影响下，明年中国出口增速大概率回落，贸易顺差也将从历史高点回落。但截止2022年11月，银行代客结售汇余额仅相当于贸易顺差总量的30%左右，即使剔除贸易顺差中以人民币收付款的份额及通过衍生品（期权、远期等）对冲的头寸，中国的出口商仍有大量的美元结余留存在境外。随着明年美元指数回落及

中国经济复苏，结汇意愿也有望在人民币走强的带动下回升，一定程度上抵消贸易顺差下降带来的影响，预计明年人民币汇率中枢将维持在6.6-6.9区间。

如果对中国GDP进行拆解，2022年消费和房地产投资对经济的拖累尤其严重。

图 17: 中国境内外币存款规模与贸易顺差



资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

	消费	房地产投资
2022年初至今增速	0.1%	-9.8%
过去五年平均增速	7.2%	7.6%
在GDP中的占比	50%	10%

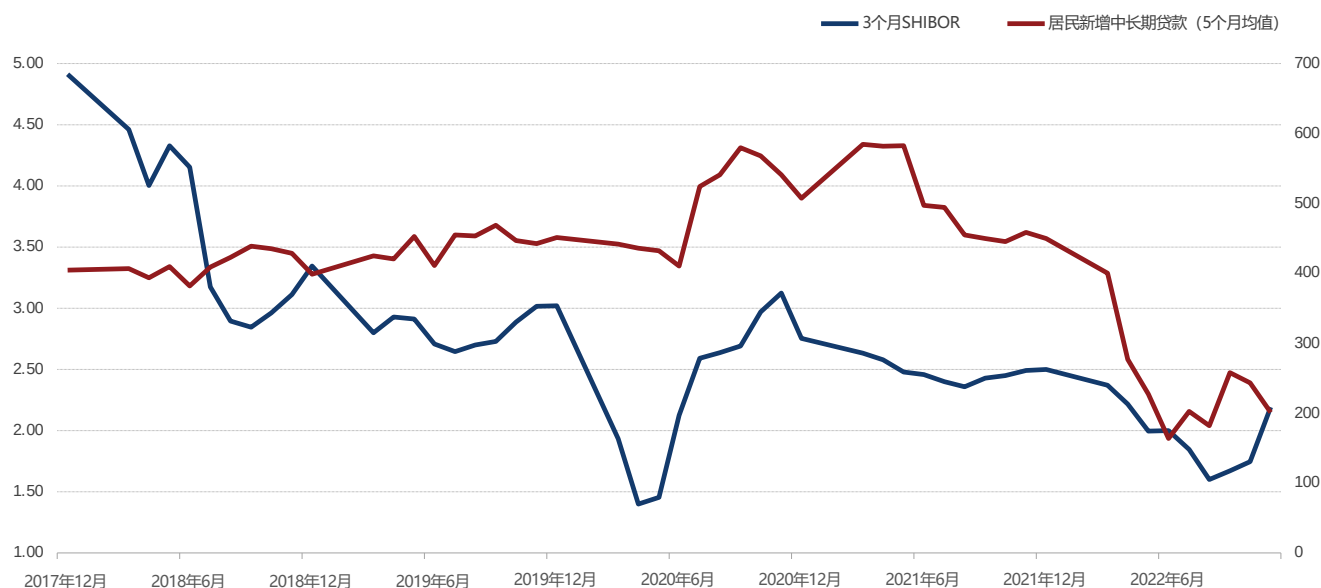
随着11月的地产政策的“三箭齐发”以及“金融16条”等纾困政策的出台，房地产企业信用和房地产销售有望改善，地产销售在2023年反弹的概率增加，从而带动地产投资企稳，迎来可观的信用扩张。

而在高层对防控政策进行调整之后，疫情对经济活动的扰动也将大幅减轻，尤其是吸纳就业最多的服务业将重回正轨，从而带动收入预期回升。配合一系列消费刺激政策陆续出台，居民消费在低基数背景下也有望迎来明显反弹，回归过往几年的平均增速。鉴于服务业对新增就业的重要作用以及房地产信用扩张的乘数效应，两者的复苏将对中国经济的基

本面及企业的信用状况带来明显支撑。

历史上居民中长期贷款需求与人民币货币市场利率保持着强相关性。在房地产销售大幅下滑的情况下，居民贷款需求大幅收缩，3个月SHIBOR创下仅次于次贷危机和2020年新冠疫情爆发时期的历史低点。随着地产销售及居民信贷触底回升，明年货币市场利率中枢有望抬升。近期理财赎回风波推动无风险利率快速上行及信用利差大幅走阔，高资质短久期的信用债已经具备较好的投资价值。如果将外汇对冲考虑在内，部分人民币债券的综合收益率已经超过美元收益率。

图 18: 中国居民中长期贷款需求与货币市场利率



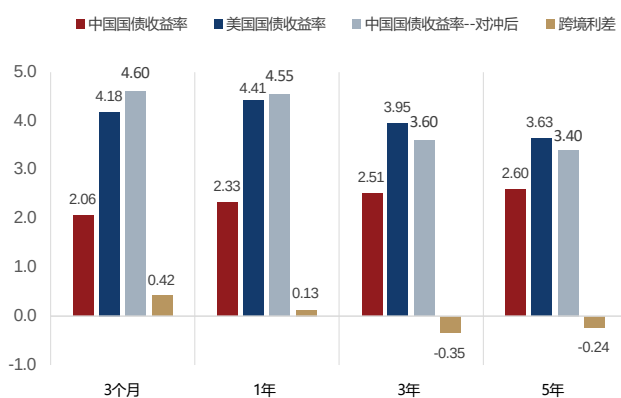
资料来源：彭博，截至2022年12月22日。

图 19: 信用利差历史分位

	1年	3年	5年
AAA+	31%	77%	72%
AAA	50%	80%	74%
AA+	55%	78%	68%
AA	60%	73%	50%
AA-	98%	98%	97%

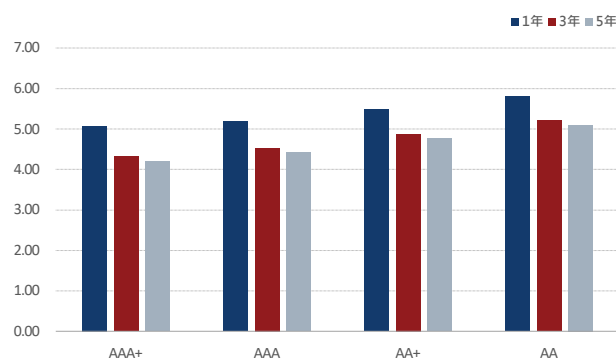
资料来源：ChinaBond，上海清算所，华夏基金(香港)，截至2022年12月22日。

图 20: 中美跨境利差（对冲后的国债利差）



资料来源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。

图 21: 美元人民币汇率对冲后的信用债收益率

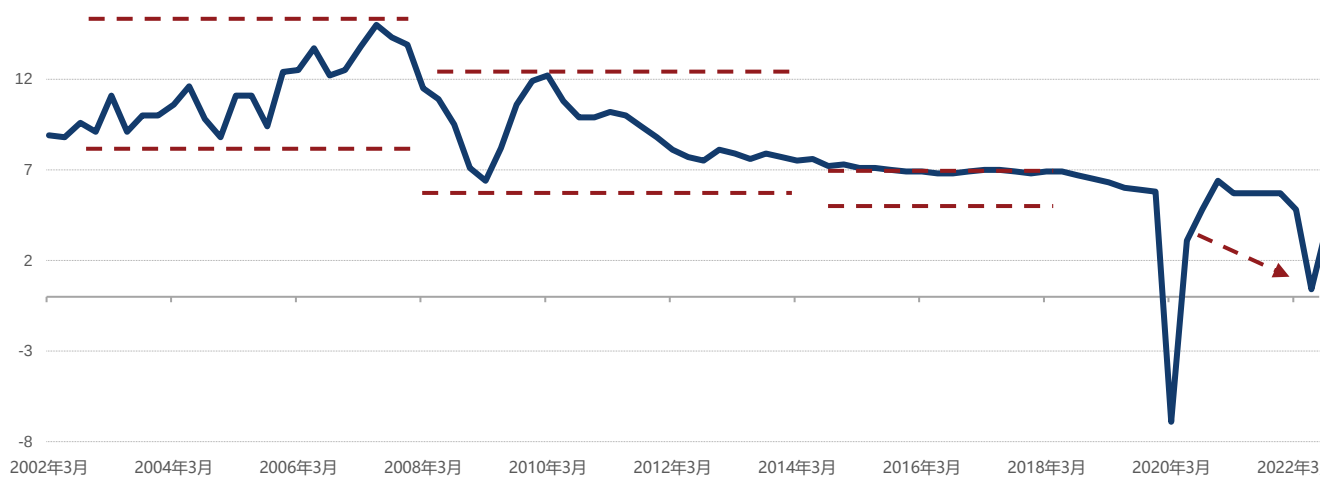


资料来源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。

如果2023年经济复苏顺利并带动私人部门融资需求回升，人民币无风险利率中枢则可能有所抬升。然而，自11月疫情防控措施及房地产政策调整以来，中长端国债收益率的上行已经在一定程度上反映了市场对经济复苏前景的预期。从更长期的角度来说，随着中国经济潜在增长率的下滑，资本回报率也呈下行趋势。过去十年的三个利率周期中，每一轮10年期国债收益率的高点都低于上一次，也反映了这个趋势。

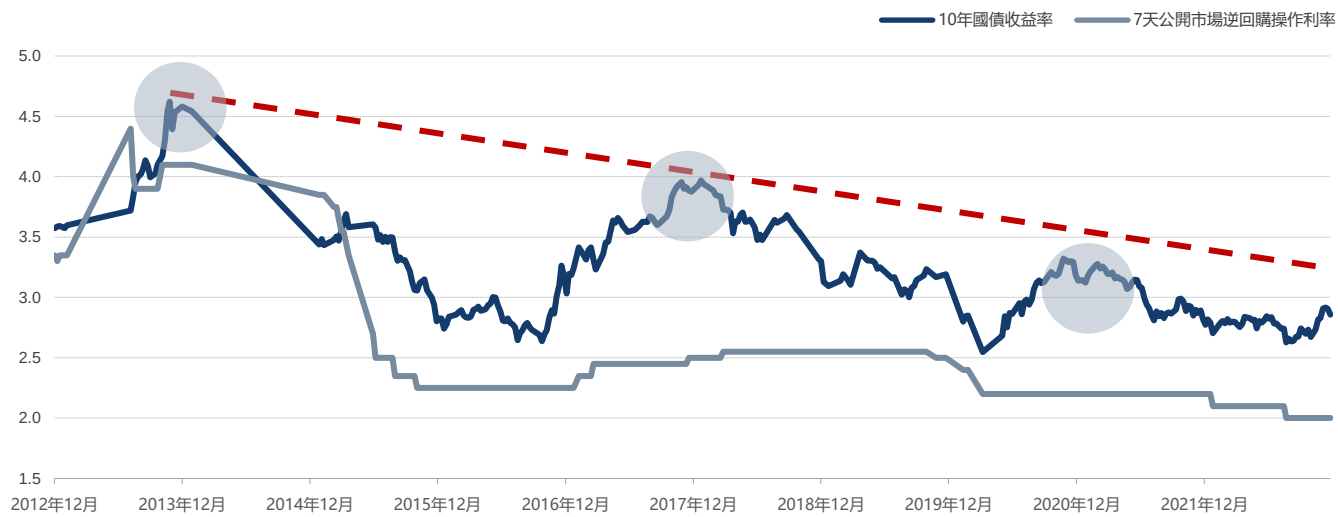
考虑到房地产销售在2021年达到历史高峰，未来每年都会有大量的居民按揭贷款还本需求。在2023年房地产销售企稳或温和回升的假设下，居民中长期贷款很难出现大幅增长，信贷需求的回升大概率是比较温和的，因此我们预期2023年中长端国债收益率并不会较当前水平出现大幅反弹，预计10年期中国国债利率整体维持在2.8%-3.1%区间。相反，若出现任何收益率的过度上行，都将带来较好的配置及交易机会。

图 22: 中国实际GDP季度年化增长率



资料来源：彭博，国家统计局，截至2022年12月22日。

图 23: 中国境内利率走势



资料来源：彭博，ChinaBond，截至2022年12月22日。



风险提示

- 流动性超预期紧缩
- 通胀粘性超预期
- 地缘冲突与疫情出现再度恶化

关于华夏基金（香港）

华夏基金（香港）为华夏基金管理有限公司的全资子公司，于2008年9月在香港注册成立，是首批获准在港开展资管业务的中资基金公司。

随着内地资本市场逐渐开放，中国资本流动的双向开放，全球市场与中国内地市场及投资者之间的关系日渐深化。华夏基金（香港）作为香港顶尖的中资基金公司，凭借多年来的投资经验及投研团队的稳定实力，汇聚股东公司在中国内地的优势、服务与脉络关系，致力在港发展离岸及跨境资产管理业务，成为中国与世界接轨的金融桥梁的中流砥柱之一，促进全球金融市场一体化。华夏香港致力于成为多元化、全球化的综合资产管理公司。

自成立以来，公司实现了全面的国际化业务布局，建立了涵盖股票与债券基金、交易所买卖基金(ETF)、对冲基金、杠杆/反向产品、私募股权及专户的多元化产品线，并全力发展投资顾问服务，务求提供多类型产品或服务选择予大中华区、以至欧洲、美国等地的个人及机构投资者。

华夏基金（香港）深信以客户为上的服务理念，不论面对个人投资者或机构投资者，永远以了解客户的需要作为提供优质服务的第一步及最重要的一步，量身裁衣，选择适合的投资策略为客户管理财富。华夏基金（香港）一直遵循严谨的投资流程，为投资者谋求长期稳定优异的收益，多年来屡获业界殊荣，引证团队在业内的领导地位，为境外市场具有影响力的中资基金管理公司。

《中国证券报》中国海外基金金牛奖2022
一年期金牛海外中国股票基金
- 中国A股基金

Insights & Mandate 2022年专业投资大奖
投资表现奖
- 中国A股基金 (3年): 中国A股基金
- 亚洲债券基金 (3年): 亚洲债券基金

市场表现奖
年度最佳基金（ETF）发行 - 香港地区
- 恒生香港生物科技指数ETF

Fund Selector Asia 2022香港基金大奖
白金奖 - 区域债券
- 亚洲债券基金

香港中资基金业协会&彭博 2021年离岸中资基金大奖
亚军: 最佳总回报 - 大中华股票 (1年期)
- 中国聚焦基金

《Benchmark》年度基金大奖2021
杰出基金经理 - 亚洲债券
- 蔡靖
实物ETF - 同类最佳奖
- 沪深300指数ETF

《Benchmark》年度基金大奖2020
中国股票 - 杰出表现奖
- 中国A股基金

《Insights&Mandate》专业投资大奖2020
杰出业绩表现大奖
- 中国对冲基金 (5年)

《Insights&Mandate》专业投资大奖2020
杰出业绩表现大奖
- 中国对冲基金 (5年)

《Asia Asset Management》Best of the Best Awards 2020
最佳新ETF
- 纳斯达克100指数每日反向 (-2x) 产品

《财资》Triple A Sustainable Investing Awards 2020
最佳ETF供应商



免责声明

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用, 并不构成投资于任何证券的邀约。本资料有关基金内容 (如有) 不适用于在限制该内容之发布的区域居住之人士。任何人士均不得视本资料为构成购买或认购参与基金股份的要约或邀请, 也不得在任何情况下使用基金认购协议, 除非在相关司法管辖区内该邀约和分发是合法的。非香港投资者有责任遵守其相关司法管辖区的所有适用法律法规, 然后继续阅读本数据所包含的信息。

本数据所载之信息仅反映现时市场状况及华夏基金(香港)有限公司(「本公司」)于编制资料当日的判断, 并不代表对个券或市场走势的准确预测, 而判断亦可随时因应个券或市场情况变化而更改, 恕不另行通知。于制作本数据时, 本公司依赖及假设公共媒介提供的数据的正确性及完整性。本公司认为本文件所载资料为可靠的; 然而, 本公司并不保证该数据的完整性及准确性。本公司或其联营公司、董事及雇员概不对于本数据内所提供之信息的任何错误或遗漏负上任何责任, 且本公司不应就任何人士因依赖或使用该等数据而招致的任何损失负责。

投资涉及风险。过往业绩不代表将来表现。基金价格及其收益可升可跌, 概不能保证。投资价值亦可能受到汇率影响。投资者可能无法取回原本的投资金额。本资料并未经香港证监会审阅。

发布人: 华夏基金(香港)有限公司。在未经华夏基金(香港)有限公司同意前, 不得复印, 分发或复制本数据或本数据内任何部份内容给予预定收件人以外的任何人士。

香港花园道1号中银大厦37楼

www.chinaamc.com.hk

华夏基金(香港)有限公司

电话: (852) 3406 8688

产品查询及客户服务

电话: (852) 3406 8686

电邮: hkservice@chinaamc.com

关注我们: 华夏基金香港



微信



LinkedIn



Facebook



富途

迈向15年

