



市場透視

政策東風下的市場機遇

2023年4月

MSCI中國指數3月上漲4.50%，主要原因是全球金融狀況在3月下旬恢復穩定，中國對互聯網行業的支持以及地緣政治因素的緩和；中國3月製造業PMI指數從2月的52.6降至51.9，表明製造業仍在復蘇但速度有所放緩。但非製造業PMI指數升至58.2，反映家庭消費和旅遊相關支出的持續穩健復蘇。我們維持對中國股票市場的長期看好。中國經濟基本面復蘇仍然強勁，而結構性政策有望持續加力，美聯儲加息預期下降後流動性預期的改善也有利於中國股票市場的估值水準。

市場表現

MSCI中國指數3月上漲4.50%，主要由於3月後半段全球金融狀況恢復穩定、中國對互聯網行業的進一步支持以及地緣政治因素的緩和。由於中國GDP增長目標未超出市場預期，投資者對刺激政策的期望也有所降低，迭加對全球金融穩定的擔憂，市場在月初和月中出現調整。3月底，在騰訊業績超預期和馬雲回國後，阿裡巴巴和京東出人意料地宣佈對業務進行重大調整，投資者對這些舉措進行了積極回應。同時，李強總理在博鰲亞洲論壇主旨演講中描繪的中國經濟的樂觀前景也提振了市場信心。李強總理指出，中國經濟增長的動能和態勢強勁，並將在擴大市場准入、優化營商環境、保障項目落地等方面推出新的舉措，不斷優化國企敢幹、民企敢闖、外企敢投的制度環境。

大中華股指	收盤價 (3月31日)	單月變動 %	YTD變動 %	52周低點	52周高點
沪深300指數	4050.93	-0.46	4.63	3495.95	4530.33
MSCI中國指數	67.88	4.50	5.29	47.43	77.02
香港恒生指數	20400.11	3.10	3.13	14597.31	22700.85
恒生中國企業指數	6968.86	5.89	3.94	4919.03	7918.12
全球股指					
標普500指數	4109.31	3.51	7.03	3491.58	4593.45
道瓊斯工業指數	33274.15	1.89	0.38	28660.94	35492.22
納斯達克綜合指數	12221.91	6.69	16.77	10088.83	14534.38
富時100指數	7631.74	-3.10	2.42	6707.62	8047.06
德國DAX 30指數	15628.84	1.72	12.25	11862.84	15706.37
日經225指數	28041.48	2.17	7.46	25520.23	29222.77

經濟資料

中國3月製造業PMI指數從2月近11年高點的52.6降至51.9，表明製造業仍在復蘇但速度有所放緩。其中，新訂單分項指數從2月的54.1小幅回落至3月的53.6，產出分項指數從2月的56.7降至3月的54.6。3月非製造業PMI指數從2月的56.3進一步上升至58.2，達到2011年5月以來的最高水準，建築業和服務業都有所改善。其中，建築業分項指數從2月的60.2升至3月的65.6，隨著天氣轉暖建築業增長勢頭加快。受零售、鐵路運輸、道路運輸、航空運輸等行業帶動，3月服務業分項指數從2月的55.6升至56.9，反映家庭消費和旅遊相關支出的持續穩健復蘇。

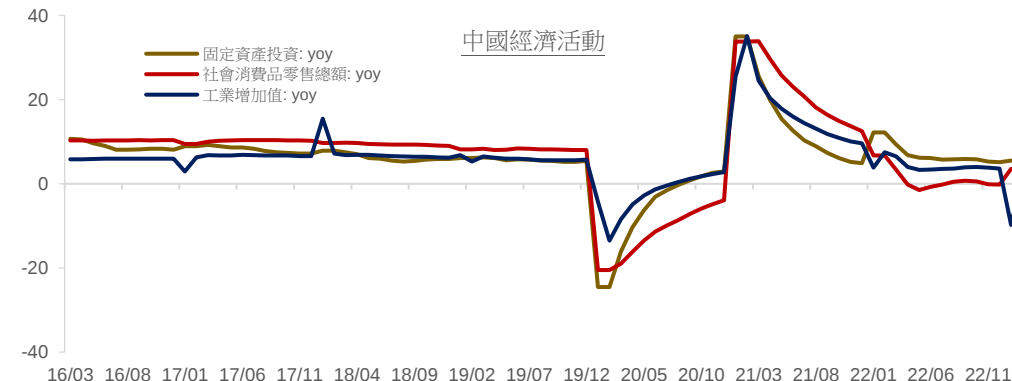
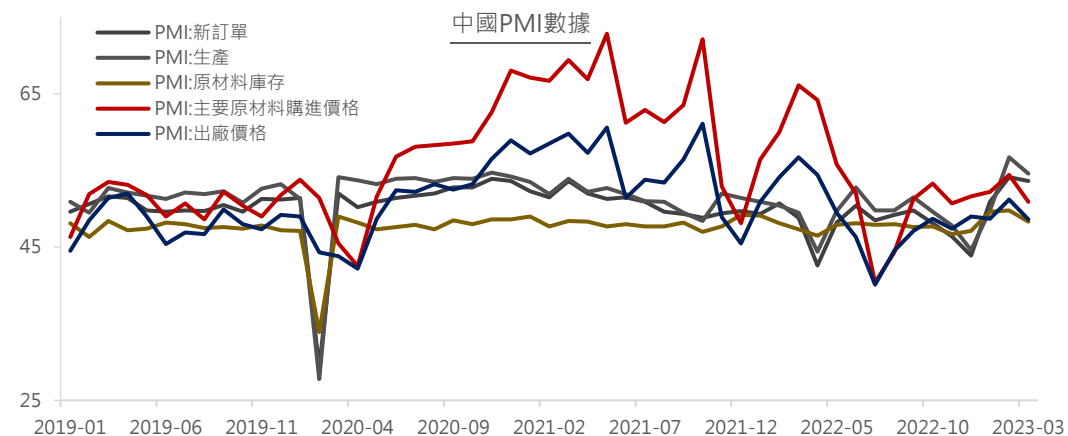
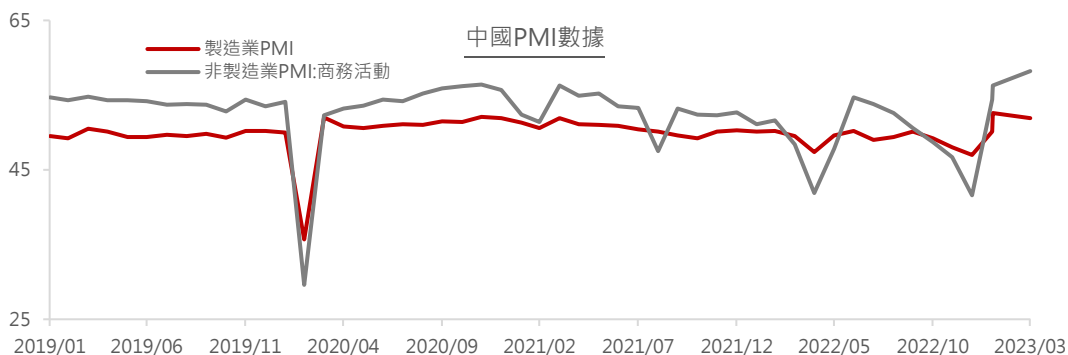
市場展望與行業配置

我們維持對中國股票市場的長期看好。中國經濟基本面復蘇仍然強勁，而結構性政策有望持續加力，美聯儲加息預期下降後流動性預期的改善也有利於中國股票市場的估值水準。近期中國官員與外國公司高管之間的互動明顯增加，迭加阿裡巴巴和京東宣佈的重大調整，都驗證了中國政府在去年底中央經濟工作會議上設定的“親商”的政策基調，而國家網信辦發起的打擊惡意損害企業家形象聲譽行為的行動也表明了對私營部門的支持。鑒於民營企業在保就業和促進收入增長方面的重要作用，我們預計民營經濟的政策順風將在今年剩餘時間內持續。

繼續關注長期政策鼓勵的自主可控、先進製造等行業，短期密集政策支持的地產和地產鏈相關行業，以及受益經濟再開放的消費、互聯網、金融和醫療等相關投資機會。此外，我們也將關注一些主題投資機會，包括ChatGPT與人工智慧和中國特色估值體系下的優質央國企價值重估。

風險

歐美國家金融體系風險事件擴大化，中美關係惡化超出預期，俄烏局勢惡化超預期，中國疫情在政策方向調整之後的經濟修復低於預期。



3月全球金融市場出現大幅波動，但美聯儲等央行迅速的回應平息了部分的市場擔憂。經濟資料方面，整體經濟資料喜憂參半，非農就業資料在結構性問題的背景下依舊較強，CPI,PPI,PCE薪資等數據則指向通脹壓力有所緩解。美國經濟通脹方面，我們認為短期內美國經濟仍有韌性，但依舊認為深度衰退風險加大，對於美聯儲貨幣政策的判斷方面，儘管市場大幅提高對年內降息的定價，但我們仍傾向於認為“not higher but longer”並維持年末降息1-2次的判斷。中國方面，經濟資料包括地產行業繼續修復，歐洲經濟活動繼續表現較強，通脹壓力仍大。

市場表現

3月全球金融市場出現大幅波動，矽穀銀行和瑞信事件讓市場擔憂緊縮環境下銀行體系面臨的風險，避險情緒一度十分濃鬱，美債收益率全線下行，曲線倒掛情況有所緩解，黃金等避險資產大幅走強，大量資金流入貨幣市場基金。但美聯儲等央行迅速的回應平息了部分的市場擔憂，結合美聯儲FOMC會議表現轉鴿，風險情緒逐步修復，市場定價年內降息50bp。全月來看，在加息見頂預期的背景下，股債資產儘管經歷大幅波動，但依然錄得了不錯的單月回報。

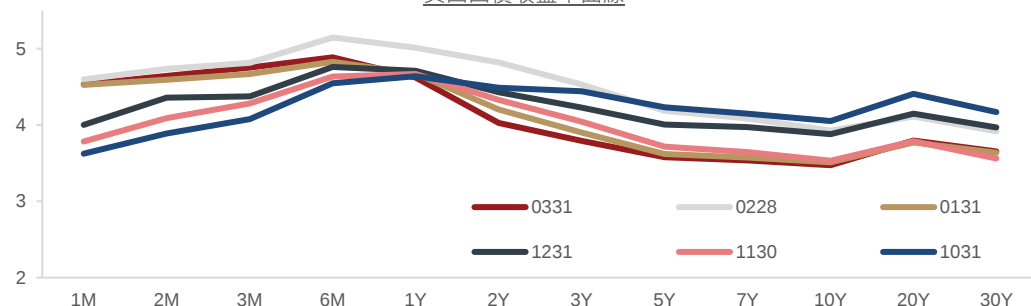
美國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	4.03	-79	-40	2.27	5.08
5Y	3.57	-61	-43	2.52	4.50
7Y	3.53	-55	-43	2.47	4.44
10Y	3.47	-45	-41	2.37	4.34
30Y	3.65	-27	-31	2.43	4.42

中國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
3Y	2.51	-6	9	2.14	2.57
5Y	2.68	-4	5	2.36	2.77
7Y	2.83	-3	1	2.58	2.91
10Y	2.86	-6	2	2.61	2.96
30Y	3.28	-1	8	3.08	3.37

日本	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	(0.06)	-2	-10	-0.11	0.07
5Y	0.10	-11	-13	-0.04	0.34
7Y	0.23	-20	-22	0.02	0.58
10Y	0.35	-15	-7	0.16	0.58
30Y	1.26	-12	-35	0.93	1.72

德國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	2.68	-45	-8	-0.12	3.38
5Y	2.31	-43	-27	0.31	2.90
7Y	2.28	-40	-29	0.35	2.82
10Y	2.29	-36	-28	0.47	2.77
30Y	2.36	-25	-18	0.62	2.71

美國國債收益率曲線



美國十年期國債收益率



信用債方面，利率的大幅下行支撐了債券價格的表現，信用利差出現較大波動，跟隨整體風險偏好先寬後窄，全月基本收平，投資級跑贏高收益，其中歐洲AT1債券受到“銀行危機”事件的影響較大，平均一度下跌15pt，隨後收復約一半跌幅。中資美元債投資級在全球市場中依舊表現較有韌性，國企、銀行以及科技板塊表現較好。高收益地產債伴隨著各房企披露的2022年慘澹的業績以及個體負面輿情再度重來繼續出現回檔，整體來看，3約中資投資級上漲1.4%，高收益下跌5.9%。

主要CDX 指數	現值	一月變動	YTD變動	52周低點	52周高點
投資級 CDX	76	(1)	(6)	64	114
高收益 CDX	463	1	(21)	362	640
新興市場 CDX	229	(11)	78	205	395
主要債券指數					
亞洲美元公司債	427	1.0%	2.6%	384	440
中資美元債 投資級	201	1.4%	2.4%	185	205
中資美元債 高收益	196	-5.9%	1.9%	115	233
美國投資級	3091	2.6%	3.5%	2809	3258
美國高收益	1454	1.1%	3.7%	1345	1507
新興市場公司債	410	1.2%	2.3%	373	426
全球投資級債券指數	459	3.2%	3.0%	416	497
全球1-3年投資級債券指數	170	2.0%	1.6%	159	175



經濟資料

經濟資料方面，整體經濟資料喜憂參半，非農就業資料在結構性問題的背景下依舊較強，CPI,PPI,PCE薪資等數據則指向通脹壓力有所緩解，而投資者和PMI資料則指向目前的當期經濟依舊韌性較強，投資者對於未來美國經濟走勢依舊分歧較大，銀行體系的危機令美聯儲FOMC會議更改措辭指向加息即將結束，但重申抗擊通脹的決心。

中國方面，經濟資料包括地產行業繼續修復，歐洲經濟活動繼續表現較強，通脹壓力仍大。越來越多的新興市場結束了本輪的加息。

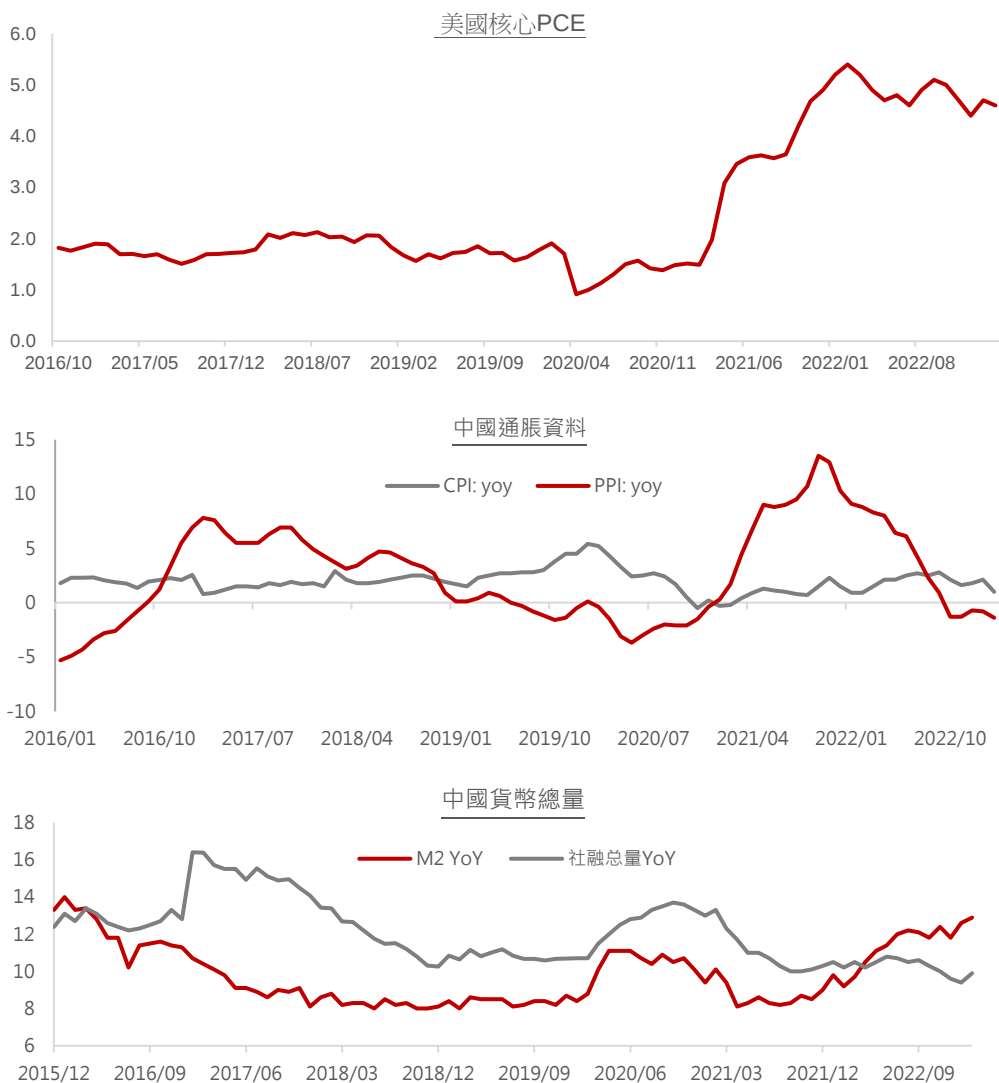
市場展望與行業配置

矽穀銀行的快速破產以及瑞信被瑞銀收購令本輪加息對金融體系的負面影響顯露，但毫無疑問矽穀和瑞信出現問題均有一定的獨特性，美聯儲通過重啟短期擴表等手段穩定投資者和存款人對中小銀行的擔憂，瑞士央行也在犧牲部分AT1債券投資者利息的條件下相對有效的解決了瑞信風險的進一步傳導。但我們認為出現進一步銀行流動性危機或者金融危機的概率不大，銀行方面，全球系統性重要銀行的資本金和盈利能力依舊良好，資產端的投資浮虧隨著利率的回落會逐步緩解，目前存款流出跡象已經得到明顯好轉，整體流動性方面，美聯儲仍有充足的預備手段應對潛在的風險，整體居民和企業的杠杆率以及資產品質和融資成本也明顯好於08年金融危機。但需要警惕美國商業地產（再融資）以及資產管理公司（資金贖回）的潛在風險。美國經濟通脹方面，我們認為短期內美國經濟仍有韌性，但依舊認為深度衰退風險加大，對於美聯儲貨幣政策的判斷方面，儘管市場大幅提高對年內降息的定價，但我們仍傾向於認為“not higher but longer”並維持年末降息1-2次的判斷。因此，若市場進一步消化矽穀銀行和瑞信事件的衝擊，美債收益率的走勢或重回經濟基本面主導，十年期美債方面，考慮到加息基本見頂，曲線形態會進一步修復，若不發生極端風險事件，收益率繼續大幅下行概率不大，預計仍會在3.4%中樞相對寬幅震盪。歐洲方面開啟縮表，日元走強，結果美聯儲的轉向或為歐央行和日央行的貨幣政策打開一定空間。

信用債方面，雖然全球整體的信用利差在上半月明顯走寬並在月中來到高點，但大部分地區和板塊的依舊沒有突破去年的高點，且信用利差在下旬跟隨風險情緒的修復明顯收窄。儘管歷史經驗表明，信用利差在加息見頂前以及之後的3個月左右的時間內仍然不會明顯走寬，但考慮到目前的估值水準，我們依舊建議保持謹慎，認為不同板塊和評級間的分化會逐步加大，傾向于高配A評級以上的高資質主體，此外我們認為今年信用債（信用利差）受到加息伴隨的風險事件影響依舊會有多輪波動或者走寬的機會，可在整體短久期配置為主的基礎上逢低加倉長久期超跌債券。中資美元債方面，我們認為在優質主體新發量恢復正常之前技術面仍會有較強的支持，投資人抱團較多的銀行資本債券，國企永續債，優質短久期城投債依舊會維持相對穩定。地產方面，整體行業包括銷售情況依舊持續恢復，但距離回歸正常或者回到民營企業盈虧平衡點仍有需要時間，我們會密切企業流動性情況和行業高頻資料捕捉相關機會。

近期人民幣資金面在央行的持續投放之下小幅轉松。在月初資金面壓力持續較大的情況下，央行先後通過持續逆回購和MLF進行投放，並且月中宣佈降准0.25%，一定程度上逆轉了貨幣市場利率持續上行的預期，1個月以上貨幣市場利率全月下行10bps左右。但展望四月，季度繳稅壓力將再次對資金面造成壓力，且在降准已經落地的情況下，市場將再次依賴央行投放。同時三月票據貼現利率繼續上行，或反映信貸需求維持高位。但在經濟強復蘇預期消退的情況下，中長端債券利率也難以大幅上行，短期可能維持區間震盪。

近期美元指數弱勢震盪。美國銀行業危機爆發後，市場一度下注美聯儲將進行轉向。隨後在監管的快速干預下，危機看似暫時平息，但美元指數並未反彈，表明市場認為此次銀行業危機將為美國經濟走向衰退埋下伏筆。另一方面，中國的新增社會融資、PMI等先行及同步指標均指向經濟復蘇持續，房地產銷售也逐步回暖，基本面角度依舊對人民幣匯率提供支撐。在美元指數疲弱的情況下，人民幣匯率指數料將不會持續走強，但若美元繼續走弱帶動美元兌人民幣匯率跌破整數點位元，可能會帶來一波快速升值。



免責聲明：

本資料僅供指定收件人之資訊及參考之用，並不構成投資於任何證券的邀約。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發佈的區域居住之人士。任何人士均不得視本資料為構成購買或認購參與基金股份的要約或邀請，也不得在任何情況下使用基金認購協定，除非在相關司法管轄區內該邀約和分發是合法的。非香港投資者有責任遵守其相關司法管轄區的所有適用法律法規，然後繼續閱讀本資料所包含的資訊。

本資料所載之資訊僅反映現時市場狀況及華夏基金 (香港) 有限公司 (“本公司”) 於編制資料當日的判斷，並不代表對個券或市場走勢的準確預測，而判斷亦可隨時因應個券或市場情況變化而更改，恕不另行通知。於製作本資料時，本公司依賴及假設公共媒介提供的資料的正確性及完整性。本公司認為本檔所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該資料的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本資料內所提供之資訊的任何錯誤或遺漏負上任何責任，且本公司不應就任何人士因依賴或使用該等資料而招致的任何損失負責。

投資涉及風險。過往業績不代表將來表現。基金價格及其收益可升可跌，概不能保證。投資價值亦可能受到匯率影響。投資者可能無法取回原本的投資金額。

本資料並未經香港證監會審閱。發佈人：華夏基金(香港)有限公司。在未經華夏基金(香港)有限公司同意前，不得複印，分發或複製本資料或本資料內任何部份內容給予預定收件人以外的任何人士。

香港花園道1號中銀大廈37樓

www.chinaamc.com.hk

華夏基金(香港)有限公司

關注我們：華夏基金香港

電話: (852) 3406 8688

傳真: (852) 3406 8500

產品查詢及客戶服務

電郵: hkservice@chinaamc.com

電話: (852) 3406 8686

