

# 市场透视

捕捉复苏中的独特机会

2023年5月

MSCI中国指数4月下跌5.20%，主要由于中美关系紧张和投资者对中国经济复苏持续性的担忧。中国4月制造业PMI指数从3月的51.9降至49.2，主要原因是需求不足和3月的高基数。尽管中国4月制造业PMI陷入萎缩区间，服务业PMI也在2月和3月的快速复苏后出现回落，但五一假期旅游业复苏强劲，国内游客数和旅游收入均超过2019年同期水平。地缘政治风险整体呈现缓和趋势，耶伦和沙利文最近的讲话表明拜登政府采取了较为缓和的策略，可能意在选举年降低经济风险。耶伦即将访华或将进一步确认地缘风险缓和的趋势。美联储议息会议决定加息25个基点，并暗示暂停加息周期，这可能减轻中国股票市场面临的资金流出压力。

## 市场表现

MSCI中国指数4月下跌5.20%，主要由于中美关系紧张和投资者对中国经济复苏持续性的担忧。彭博社报导称，美国总统拜登即将签署行政命令，限制美国在中国某些高科技领域的直接投资，这实际上是去年和今年2月讨论内容的延续和缓和版本，但引起了中国股票市场显著的负面反应。中国一季度GDP和其他宏观数据显示，受益经济重新开放和政策支持，中国经济在消费和服务业拉动下恢复强劲增长。然而，投资者尚未就中国经济复苏的持续性和复苏力度达成共识，尤其考虑到4月以来高频经济资料的转弱。习近平主席主持了4月的政治局会议，讨论未来几个月的经济政策。4月的会议声明延续了“稳增长”的政策立场，并承诺加速“建设现代产业体系”，加大对新能源汽车和人工智能的支持，提高中国在科技领域的“自主能力”。同时，声明指出中国一季度经济资料超预期，但称“需求仍然不足”和“推动高质量发展仍需克服不少困难挑战”。此外，会议提到推动平台企业规范健康发展，鼓励头部平台企业探索创新。整体看，政治局会议维持了宽松的政策基调和亲商的立场。

大中华股指	收盘价 (4月28日)	单月变动 %	YTD变动 %	52周低点	52周高点
沪深300指数	4029.09	-0.54	4.07	3495.95	4530.33
MSCI中国指数	64.35	-5.20	-0.19	47.43	77.02
香港恒生指数	19894.57	-2.48	0.57	14597.31	22700.85
恒生中国企业指数	6702.15	-3.83	-0.04	4919.03	7918.12
<b>全球股指</b>					
标普500指数	4169.48	1.46	8.59	3491.58	4325.28
道琼斯工业指数	34098.16	2.48	2.87	28660.94	34712.28
纳斯达克综合指数	12226.58	0.04	16.82	10088.83	13181.09
富时100指数	7870.57	3.13	5.62	6707.62	8047.06
德国DAX 30指数	15922.38	1.88	14.36	11862.84	16011.56
日经225指数	28856.44	2.91	10.58	25520.23	29278.80

## 经济资料

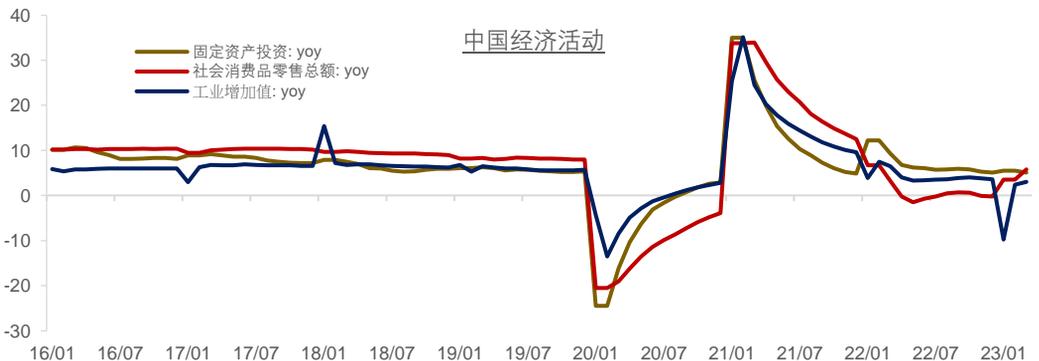
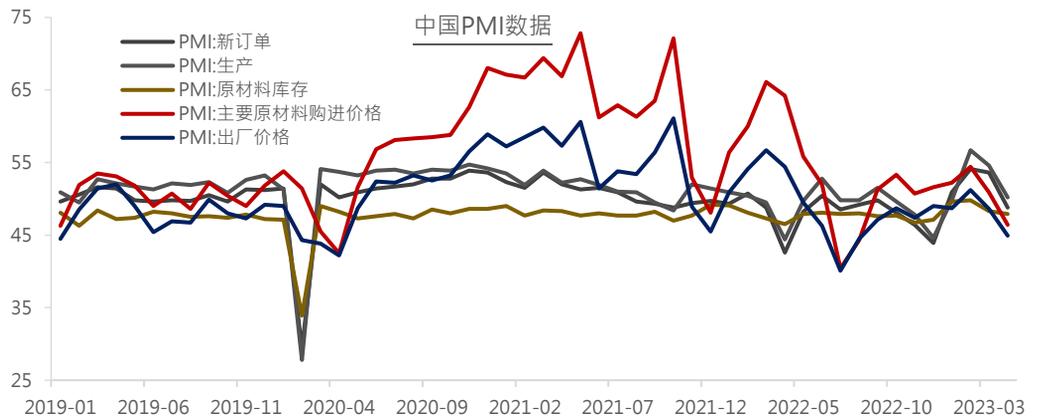
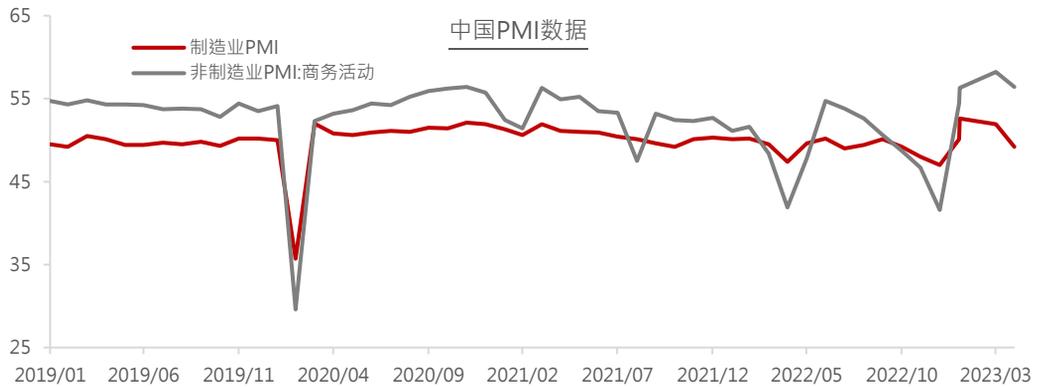
中国4月制造业PMI指数从3月的51.9降至49.2，主要原因是需求不足和3月的高基数。其中，新订单分项指数从3月的53.6降至4月的48.8，产出分项指数从3月的54.6降至4月的50.2。4月非制造业PMI指数从3月的58.2降至56.4，建筑业和服务业仍处于复苏过程中，但速率有所放缓。其中，建筑业分项指数从3月的65.6降至4月的63.9，受益一些重大项目的启动，4月基建的增长势头仍然强劲；服务业分项指数从3月的56.9降至4月的55.1，主要受旅游和消费相关行业（如铁路运输、航空运输、住宿、餐饮和文化体育娱乐）的强劲表现推动。

## 市场展望与行业配置

我们维持对中国股票市场的长期看好。尽管中国4月制造业PMI陷入萎缩区间，服务业PMI也在2月和3月的快速复苏后出现回落，但五一假期旅游业复苏强劲，国内游客数和旅游收入均超过2019年同期水平。地缘政治风险整体呈现缓和趋势，耶伦和沙利文最近的讲话表明拜登政府采取了较为缓和的策略，可能意在选举年降低经济风险。耶伦即将访华或将进一步确认地缘风险缓和的趋势。美联储议息会议决定加息25个基点，并暗示暂停加息周期，这可能减轻中国股票市场面临的资金流出压力。我们将继续在价值与增长之间寻求平衡，继续关注长期政策鼓励的自主可控、先进制造等行业，短期密集政策支持的地产和地产链相关行业，以及受益经济再开放的消费、互联网、金融和医疗等相关投资机会。此外，我们也将审慎关注一些主题投资机会，包括ChatGPT/人工智能和中国特色估值体系下的优质央企价值重估。

## 风险

欧美国家金融体系风险事件扩大化，中美关系恶化超出预期，俄乌局势恶化超预期，中国疫情在政策方向调整之后的经济修复低于预期。



4月全球市场谨慎修复，中上旬美联储和多项市场数据显示美国银行体系整体压力继续缓解，加息见顶预期下市场情绪持续修复。但月末伴随着美国债务上限的临近以及第一共和银行被FDIC接管并被摩根大通收购，投资者对于宏观风险，尤其是美国中小银行的担忧再度升温，避险情绪逐渐回归。通胀方面，美国整体CPI继续回落，但核心CPI回升，显示美联储最关注的粘性通胀部分压力依旧。中国方面，经济复苏动能减弱。我们认为当前需更加关注降息起点而非加息终点（5月FOMC会议美联储也基本确定），依旧延续年初以来对今年四季度美联储降息1-2次的预期，但认为降息初期的速度和幅度会更快更大。

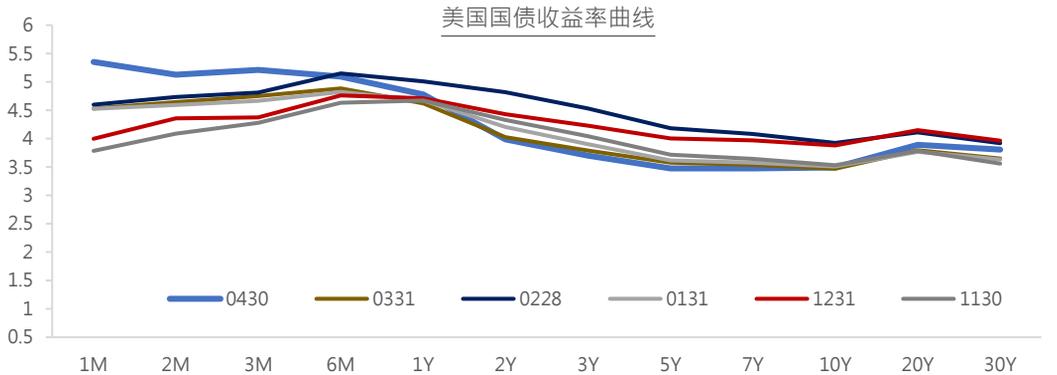
### 市场表现

4月全球市场谨慎修复，中上旬美联储和多项市场数据显示美国银行体系整体压力继续缓解，加息见顶预期下市场情绪持续修复。但月末伴随着美国债务上限的临近以及第一共和银行被FDIC接管并被摩根大通收购，投资者对于宏观风险，尤其是美国中小银行的担忧再度升温，避险情绪逐渐回归。全月来看，大类资产涨跌互现，美债利率区间波动，大部分风险资产先扬后抑。

美国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%	中国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	4.01	-2	-42	2.44	5.08	3Y	2.44	-7	2	2.14	2.57
5Y	3.48	-9	-52	2.58	4.50	5Y	2.62	-6	0	2.36	2.77
7Y	3.46	-7	-51	2.56	4.44	7Y	2.76	-7	-6	2.58	2.91
10Y	3.42	-5	-45	2.51	4.34	10Y	2.78	-8	-6	2.61	2.96
30Y	3.67	2	-29	2.85	4.42	30Y	3.28	-1	8	3.08	3.36

日本	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%	德国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	(0.04)	2	-8	-0.11	0.07	2Y	2.69	1	-7	0.03	3.38
5Y	0.11	1	-12	-0.04	0.34	5Y	2.31	0	-27	0.39	2.90
7Y	0.22	-1	-24	0.02	0.58	7Y	2.29	1	-28	0.45	2.82
10Y	0.39	4	-3	0.16	0.58	10Y	2.31	2	-26	0.68	2.77
30Y	1.23	-3	-38	0.95	1.72	30Y	2.42	5	-13	0.95	2.71



数据源：若未特别说明，本文件资料来自华夏基金(香港)、彭博、万得，截至2023年4月30日。数据显示仅供信息及参考用途，历史资料并不代表未来发展趋势。

信用债方面，信用利差整体窄幅波动，整体录得小幅正回报，欧美银行债券表现分化，大型银行的各等级债券相比3月市场利差高点一度收复了接近80%的走宽幅度，小型银行则反弹乏力甚至出现进一步下跌。中资美元债方面，境内资产荒进一步支撑中资国资背景发行人债券走势，地产方面受到销售逐步回落以及个体信用舆情的影响出现下跌，4月中资投资级上涨1%，高收益下跌6.7%。

主要CDX 指数	现值	一月变动	YTD变动	52周低点	52周高点
投资级 CDX	76	(0)	(6)	66	114
高收益 CDX	466	3	(18)	400	640
新兴市场 CDX	238	8	86	205	395
主要债券指数					
亚洲美元公司债	431	0.8%	3.4%	384	432
中资美元债 投资级	203	1.0%	3.5%	185	204
中资美元债 高收益	183	-6.7%	-4.9%	115	218
美国投资级	3116	0.8%	4.3%	2809	3142
美国高收益	1467	0.9%	4.7%	1345	1481
新兴市场公司债	414	0.8%	3.1%	373	417
全球投资级债券指数	461	0.4%	3.5%	416	477
全球1-3年投资级债券指数	171	0.3%	1.9%	159	172



## 经济资料

通胀方面，美国整体CPI继续回落，但核心CPI回升，且一季度PCE超预期，显示美联储最关注的粘性通胀部分压力依旧。经济资料方面，1季度美国GDP不及预期，但分项看消费部分依旧较强，PMI数据依旧延续了服务业强制造业弱的特性。伴随银行危机的逐步缓解，市场美联储降息的时间点预测有所延后。欧洲经济象限依旧略滞后美国。

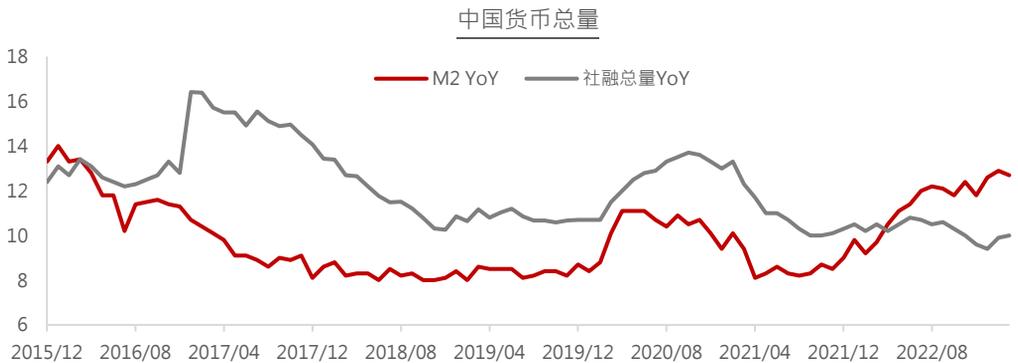
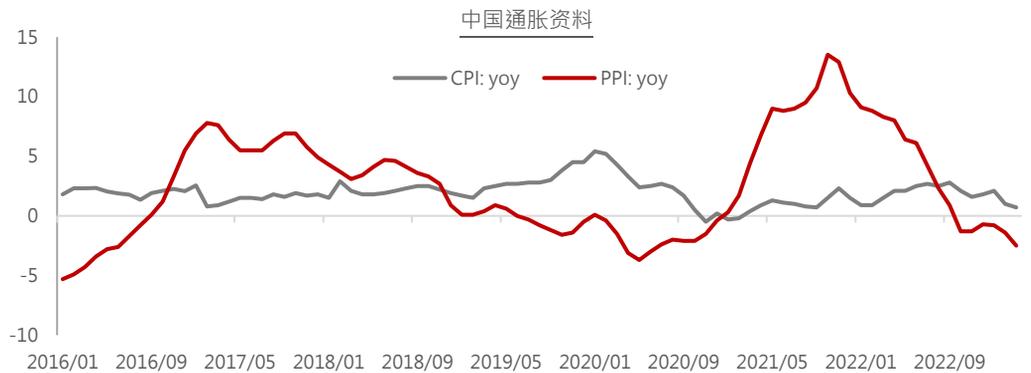
中国方面，经济复苏动能减弱，4月PMI全线回落，结构性问题依然存在。

## 市场展望与行业配置

目前市场不同资产间定价分歧依旧较大，全球权益类资产隐含波动率处于低位或标志股票投资者对未来潜在的下跌幅度判断较为一致，相反债券尤其是美债利率的波动率则相对较高，我们也认为在债务上限、银行风险等多重因素影响下宽幅波动依旧是未来一段时间中长端美债走势的主旋律。市场对于FRC再次被快速接管收购已经有一定预期，考虑到美国对区域性银行的监管远远落后于欧美系统性银行，伴随着投资者对于美国区域性银行的担忧进一步蔓延，类似的挤兑或个体负面事件在未来仍有可能出现，但整体美国经济金融体系当下相对健康，预期内事件对市场的冲击可能逐步减少，但需要警惕其他新模式的黑天鹅事件。美国经济方面，已有资料依旧表明通胀的回落和经济的下行速度比市场预期更慢，但相信衰退依旧会虽迟但到（若迭加金融风险滞涨风险则深度可能更大），伴随着市场从加息中前期的股债同向逐渐转为股债反向标志加息进入尾声，我们认为当前需更加关注降息起点而非加息终点（5月FOMC会议美联储也基本确定），依旧延续年初以来对今年四季度美联储降息1-2次的预期，但认为降息初期的速度和幅度会更快更大。

# 固定收益

信用债方面，全球投资者对债券资产配置的热情令整体信用利差水平依旧处于较贵的估值水平，3月银行业风波以来，整体投资级信用债长端信用利差的波动幅度明显低于基准利率，意味市场担忧目前仍限于个体或者某板块内，尚未发酵至整体市场。伴随着加息的见顶，基准情景下中期维度美债收益率呈现牛陡行情，但我们依旧认为市场不会出现单边的利率下行或利差走宽情形，持续波动仍是大概率事件，考虑到目前曲线依旧深度倒挂，从波动调整后的收益维度而言，保留一定的短久期债券，并在利率上行时建仓超高等级防御性板块债券或在出现短期风险情绪调整时建仓受到波及板块利差走宽较多的优质债券更为有效。中资美元债方面，中美经济周期的错配令投资级别境内债和美元债的收益率差异持续处于高位，长期维度的利率收敛预期和资产的稀缺预计仍会从技术面角度给予优质美元债券较大的支持，且整体受到外围事件影响更小，中资美元债在市场调整存在合适价格的债券供给时依旧存在较好的配置机会。地产债方面，高频数据显示销售已有所疲弱，一二线的低供给和三四线的低对销售依旧形成压力，但若经济继续疲弱可能会令地产支持政策再度归来，逆向投资成为地产的主要投资逻辑。



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。于制作本资料时，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](http://www.chinaamc.com.hk)

华夏基金(香港)有限公司

电话: (852) 3406 8688

传真: (852) 3406 8500

产品查询及客户服务

电邮: [hkservice@chinaamc.com](mailto:hkservice@chinaamc.com)

电话: (852) 3406 8686

关注我们: 华夏基金香港

