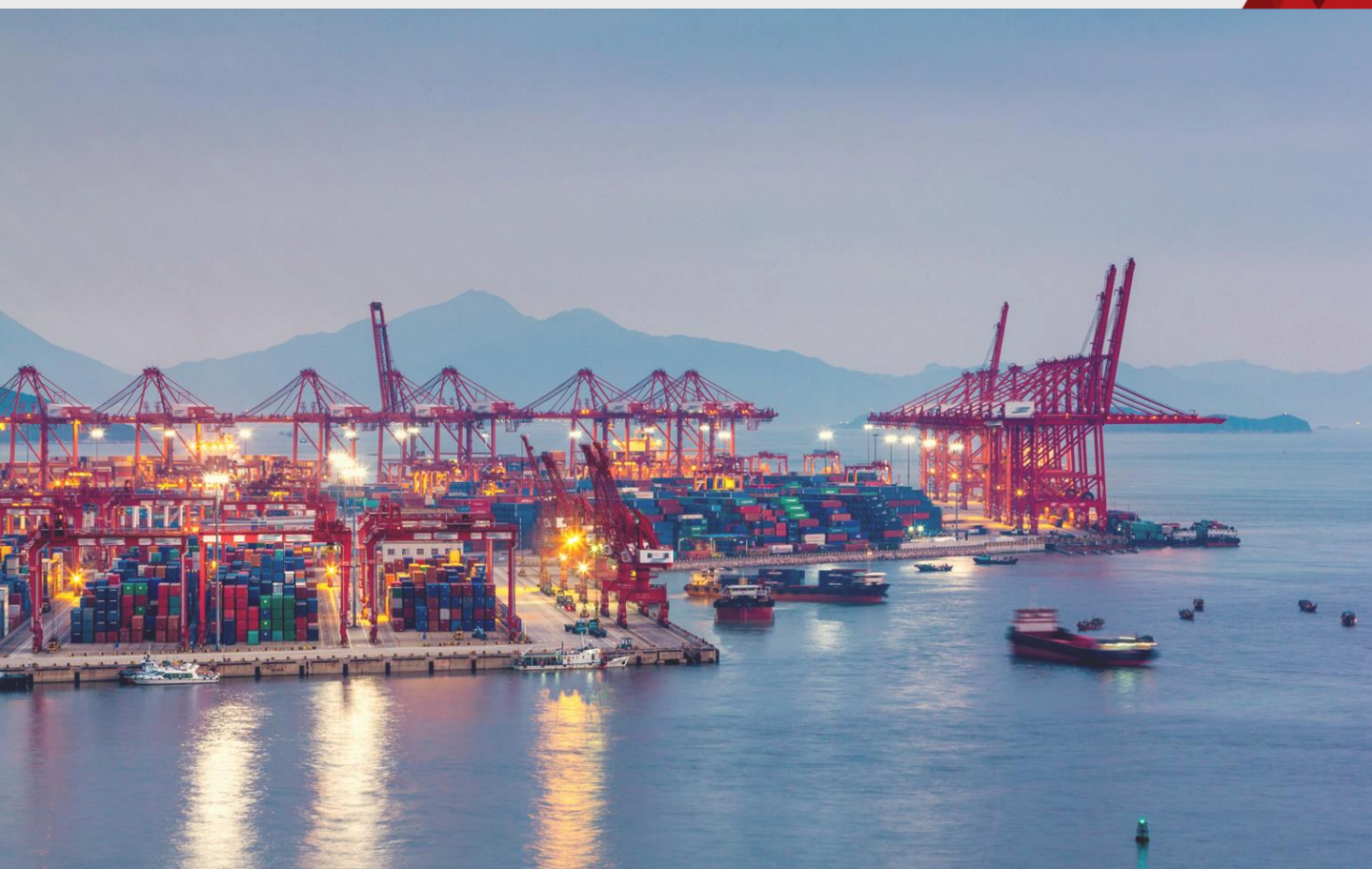




市場透視

政策加速轉向成關鍵

2023年7月

MSCI中國指數6月上漲3.38%。經濟數據轉弱使得刺激政策預期增強，疊加中美關係緩和，市場在6月前半段暫時脫離5月的下跌趨勢。然而，6月中旬開始，由于刺激政策實際落地的情況低於預期、科技領域限制措施重現、全球央行的鷹派基調和人民幣走弱，投資者的樂觀情緒再度消退。中國6月製造業PMI指數從5月的48.8升至49.0，仍處收縮區間，內外部需求仍然較為疲軟。我們維持對中國股票市場的長期看好。在出口增長大幅放緩和國內需求疲弱的背景下，政策制定者轉向更為積極的政策立場，以穩定經濟增長。耶倫繼布林肯後訪華表明中美關係在中短期內呈現明確的緩和態勢。我們將觀察7月中旬的國務院會議和7月下旬的政治局會議是否會出臺更多的穩增長措施。

市場表現

MSCI中國指數6月上漲3.38%。經濟數據轉弱使得刺激政策預期增強，疊加中美關係緩和，市場在6月前半段暫時脫離5月的下跌趨勢。然而，6月中旬開始，由于刺激政策實際落地的情況低於預期、科技領域限制措施重現、全球央行的鷹派基調和人民幣走弱，投資者的樂觀情緒再度消退。中國5月出口同比增速降至-7.5%，遠低於市場普遍預期的同比-1.8%，發達和新興市場的貿易夥伴均呈現較弱態勢。中國5月信貸數據（包括新增人民幣貸款和社會融資總額）也低於預期，儘管家庭和企業貸款需求有所改善。6月13日，中國央行將7天逆回購利率下調10個基點，超出市場預期，推升了更多寬鬆措施出臺的期望。6月16日，國務院總理李強主持召開國務院常務會議，指出將很快出臺一系列穩增長政策。6月28日，中國央行召開二季度貨幣政策會議，指出加大逆周期調節力度，支持擴大內需，改善消費環境，促進經濟良性循環，為實體經濟提供更有利支持。

大中華股指	收盤價 (6月30日)	單月變動 %	YTD變動 %	52周低點	52周高點
沪深300指數	3842.45	1.16	-0.75	3495.95	4479.49
MSCI中國指數	60.57	3.38	-6.05	47.43	75.86
香港恒生指數	18916.43	3.74	-4.37	14597.31	22700.85
恒生中國企業指數	6424.88	4.24	-4.18	4919.03	7773.61
全球股指					
標普500指數	4450.38	6.47	15.91	3491.58	4458.48
道瓊斯工業指數	34407.60	4.56	3.80	28660.94	34712.28
納斯達克綜合指數	13787.92	6.59	31.73	10088.83	13864.06
富時100指數	7531.53	1.15	1.07	6707.62	8047.06
德國DAX 30指數	16147.90	3.09	15.98	11862.84	16427.42
日經225指數	33189.04	7.45	27.19	25621.96	33772.89

經濟資料

中國6月製造業PMI指數從5月的48.8升至49.0，仍處收縮區間，內外部需求仍然較為疲軟。其中，新訂單分項指數由5月的48.3升至6月的48.6，產出分項指數由5月的49.6升至6月的50.3，重回擴張區間。6月非製造業PMI指數從5月的54.5進一步降至53.2，保持了年初以來相對較高的水平，表明建築和服務部門繼續復蘇，但環比改善速度放緩。其中，建築業分項指數從5月的58.2降至6月的55.7，房地產行業再次面臨壓力，服務業分項指數從5月的53.8放緩至6月的52.8，航空和電信行業的PMI高於60，批發和房地產行業的PMI則低於50。

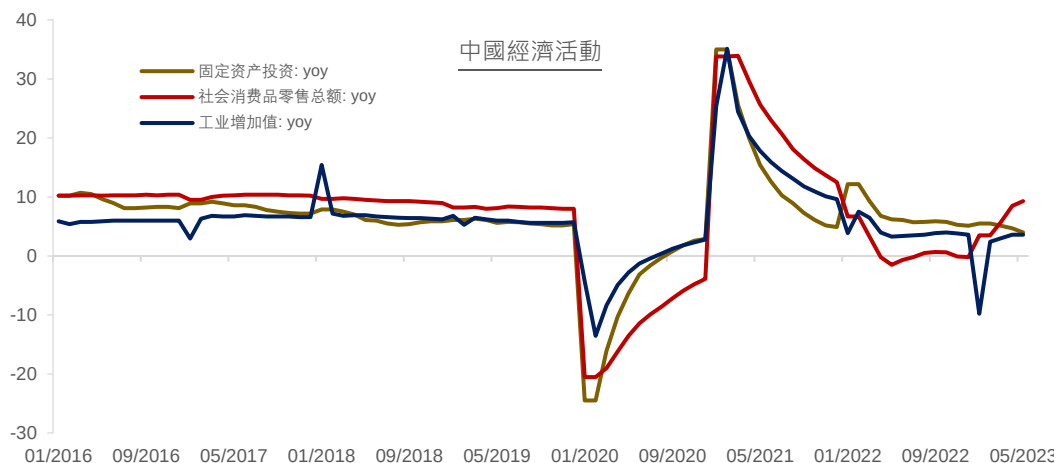
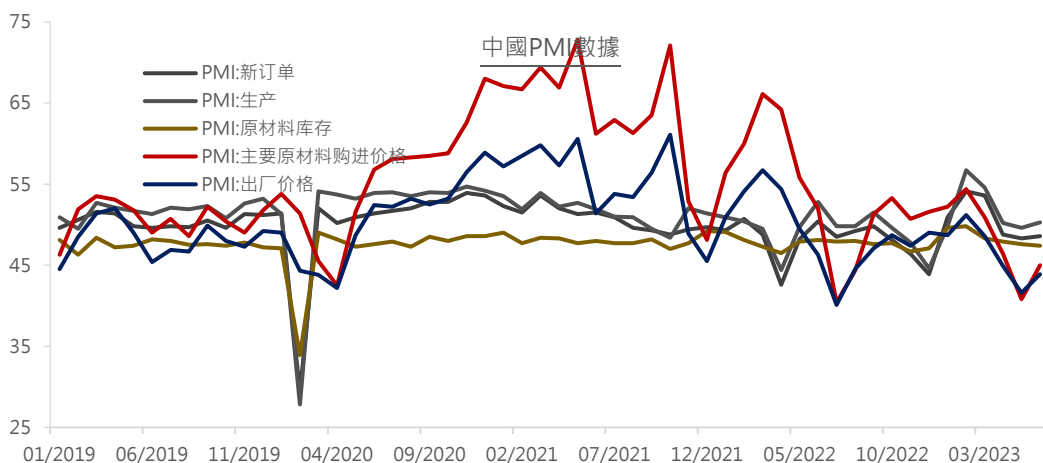
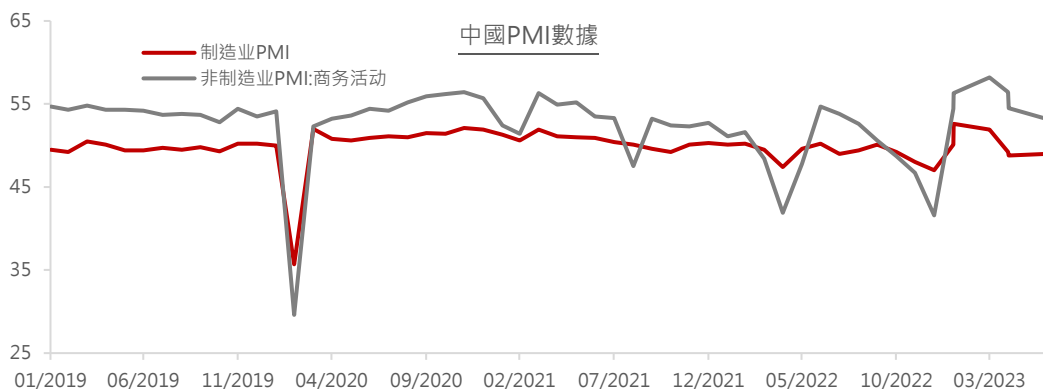
市場展望與行業配置

我們維持對中國股票市場的長期看好。在出口增長大幅放緩和國內需求疲弱的背景下，政策制定者轉向更為積極的政策立場，以穩定經濟增長，包括實施適度降息、宣布對企業部門減稅/延期收費、針對特定商品的刺激措施（新能源車、家電和家具）、加快地方政府專項債券發行步伐等。此外，中美雙方正在更廣泛的基礎上恢復對話，耶倫繼布林肯後訪華表明中美關係在中短期內呈現明確的緩和態勢。

我們將觀察7月中旬的國務院會議和7月下旬的政治局會議是否會出臺更多的穩增長措施。我們將繼續在價值與增長之間尋求平衡，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，我們也將審慎關注一些主題投資機會，包括人工智能和中國特色估值體系下的優質央國企價值重估。

風險

中美關係惡化超出預期，俄烏局勢惡化超預期，中國經濟修復低於預期。



6月“Higher for longer”交易邏輯回歸，美國通脹和經濟數據超預期，6月FOMC會議的點陣圖以及隨後鮑威爾的發言重申抗通脹決心，強調年內加息兩次的可能性，美債收益率波動上行。6月發達市場權益類資產表現領先。信用債方面，全球信用利差在利率上行，風險情緒較好的背景下波動收窄，基本回到3月初歐美銀行事件前水平。美國通脹延續回落，但距離美聯儲2%的通脹目標仍有較大距離。經濟韌性則明顯超過市場預期。目前美國經濟和金融系統依舊較為健康，貨幣政策而言，我們認為美聯儲鷹派的發言的目的或在于抑制降息預期而非釋放繼續連續加息的信號，從而抑制通脹，因此我們調整降息的起點至明年年中附近，維持降息初期斜率較大的判斷。

市場表現

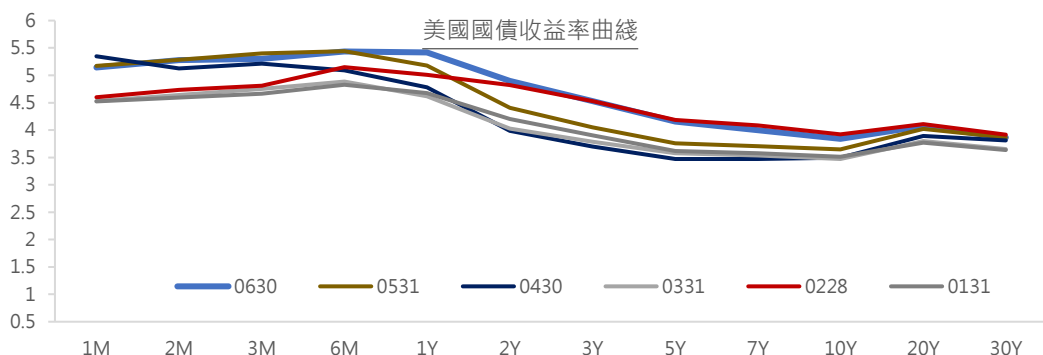
6月“Higher for longer”交易邏輯回歸，美國通脹和經濟數據超預期，6月FOMC會議的點陣圖以及隨後鮑威爾的發言重申抗通脹決心，強調年內加息兩次的可能性，美債收益率波動上行，2-10年倒挂幅度再度加深突破100bp。但伴隨整體加息臨近尾聲，加息速率放緩，美國經濟數據強勁，全球整體風險情緒依舊較好，6月發達市場權益類資產表現領先，波動率指數走低，信用債表現好於利率債。從半年表現維度而言，美股和日股表現領先，固定收益類資產在高息環境下也有不錯回報，大宗商品則相對落後。

美國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	4.90	49	47	2.76	5.08
5Y	4.16	40	15	2.58	4.50
7Y	3.99	29	3	2.56	4.44
10Y	3.84	19	-4	2.51	4.34
30Y	3.86	0	-10	2.85	4.42

中國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
3Y	2.23	-4	-19	2.14	2.57
5Y	2.41	-4	-22	2.36	2.77
7Y	2.63	-4	-19	2.57	2.91
10Y	2.64	-7	-20	2.60	2.96
30Y	3.29	0	9	2.98	3.34

日本	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	(0.07)	-2	-11	-0.11	0.07
5Y	0.07	-3	-17	-0.04	0.34
7Y	0.19	-4	-26	0.02	0.58
10Y	0.40	-4	-2	0.16	0.58
30Y	1.24	-2	-37	1.05	1.72

德國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	3.20	48	43	0.17	3.38
5Y	2.55	27	-3	0.39	2.90
7Y	2.47	22	-10	0.45	2.82
10Y	2.39	11	-18	0.68	2.77
30Y	2.39	-7	-16	0.95	2.71



信用債方面，全球信用利差在利率上行，風險情緒較好的背景下波動收窄，基本回到3月初歐美銀行事件前水平。發達市場新發債券供給以及資金流入依舊相對火熱，不同評級間的利差進一步壓縮。中資方面，新發供給依舊較低，以城投板塊為主，投資級技術面支撐依舊存在，部分板塊利差逼近五年極低點位。高收益地產板塊月初在潛在政策利好的支撐下止跌反彈，但隨著疲弱的銷售和政策不及預期再度走弱，全月中資投資級下跌0.2%，高收益上漲2.1%。

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	66	(9)	(16)	66	114
高收益 CDX	430	(45)	(54)	400	640
新興市場 CDX	213	(33)	62	205	395
主要債券指數					
亞洲美元公司債	428	0.1%	2.7%	384	432
中資美元債 投資級	202	-0.2%	2.9%	185	204
中資美元債 高收益	169	2.1%	-12.1%	115	218
美國投資級	3085	0.3%	3.2%	2809	3142
美國高收益	1478	1.6%	5.4%	1345	1481
新興市場公司債	413	0.8%	3.0%	373	417
全球投資級債券指數	452	0.0%	1.4%	416	471
全球1-3年投資級債券指數	168	-0.1%	0.3%	159	171



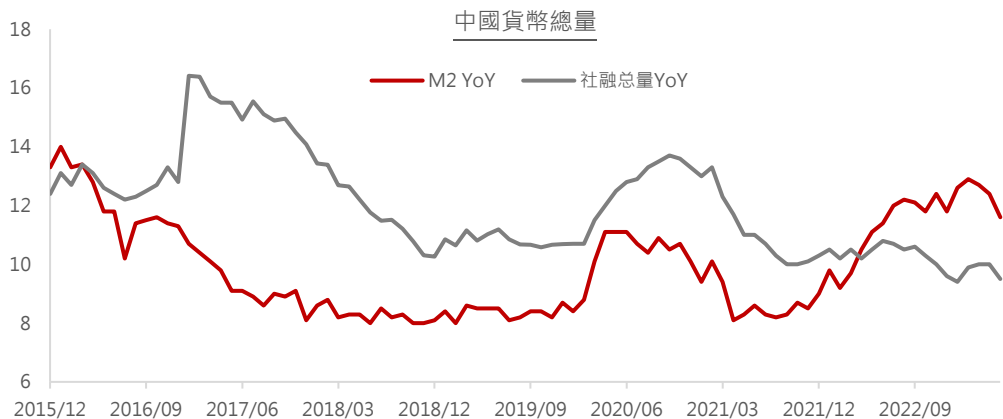
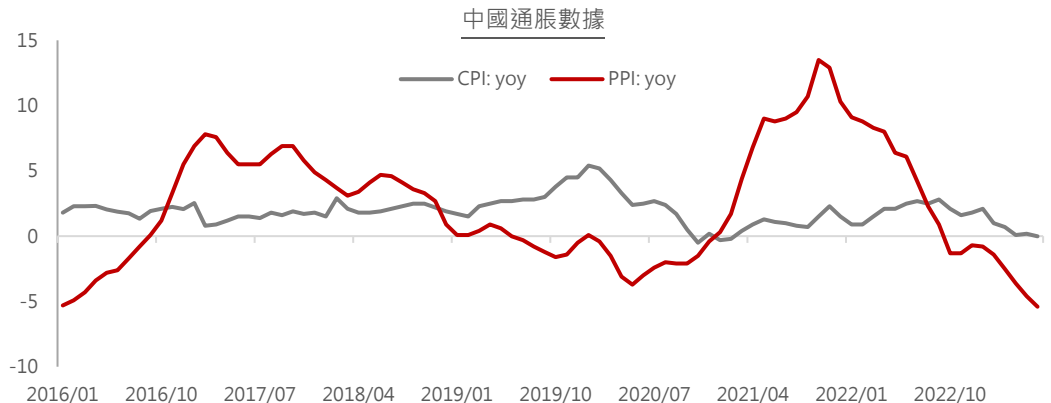
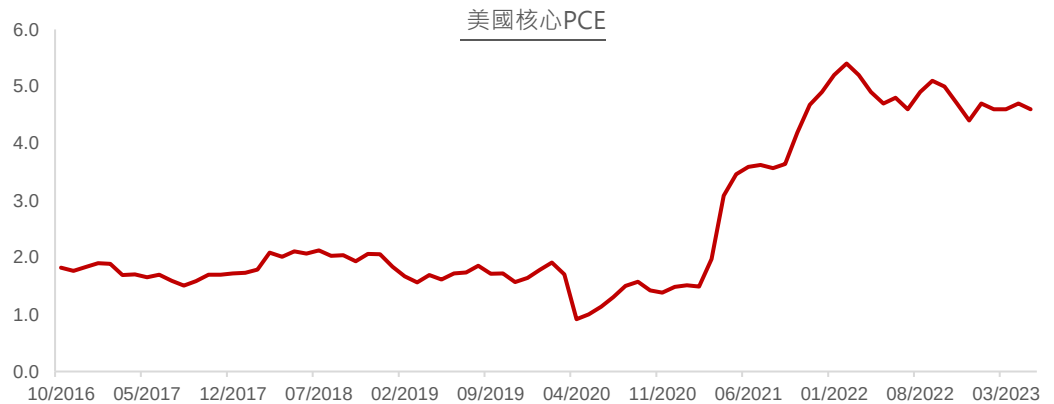
經濟數據

美國通脹延續回落，但距離美聯儲2%的通脹目標仍有較大距離。經濟韌性則明顯超過市場預期，1季度GDP明顯上修，新增非農就業好於市場預估，多項房屋數據有見底回升迹象，儘管PMI和耐用品訂單小幅不及預期，但短期之內衰退的概率繼續下降。FOMC會議點陣圖相比3月明顯上移，市場預期7月加息概率較大。除日本外其他G7國家央行普遍放鷹，歐洲整體經濟繼續有走弱迹象。

市場展望與行業配置

市場6月的風險情緒相對高漲，儘管歐美央行持續放鷹，但美國強勁的經濟數據讓市場對於美國經濟軟著陸甚至不著陸的期望走高，支撐了風險資產明顯反彈。目前美國經濟和金融系統依舊較為健康，尤其是消費部分持續火熱，4月以來金融條件指數並沒有因持續加息繼續回落，作為領先指標的房屋數據隨著低庫存和貸款利率企穩也有回升迹象，若不發生黑天鵝風險事件年內陷入衰退的可能性降低。但我們依舊認為美國在明年年初經濟仍有不小下行風險，隨著信貸收縮傳導至企業并從工資等多個角度影響至居民，實體經濟和火熱的金融資產均面臨掉頭轉弱的風險。貨幣政策而言，我們認為美聯儲鷹派的發言的目的或在於抑制降息預期而非釋放繼續連續加息的信號，從而抑制通脹，因此我們調整降息的起點至明年年中附近，維持降息初期斜率較大的判斷。美債方面我們認為在七月FOMC會前仍可能會嘗試接近前期高位，但中期隨著加息確定見頂形態仍會有所修復。歐洲方面由於經濟壓力更大，加息終點可能低於市場預期，中國方面經濟修復分化，等待一攬子政策對經濟的刺激，但強刺激概率不大。

信用債方面，年初以來信用利差與基準利率的負相關性明顯，從而使得高等級信用債相比于利率債有著更高的風險調整後收益。大部分板塊信用利差目前完全收復了3月以來全部的走寬幅度，處於2022年以來相對估值較高的水平。中資美元債整體依舊分化：投資級依舊堅挺，相對樂觀的情緒使得高beta名字出現補漲跑贏，預計短期仍會持續。高收益地產方面預計仍會承壓，各種數據表明銷售尤其是成交量很難在短期有所恢復，潛在刺激政策對整體房地產市場以及民企的效果也存在一定不確定性，依舊維持謹慎的判斷。策略方面我們對整體久期維持中性，其中利率久期相對樂觀，對信用久期相對謹慎，一方面目前全球信用債水平處於08年金融危機以來的絕對高位，中長久期高等級債券隨著近期利率的上行有一定配置價值，但需要警惕信用利差上下行空間的不對稱性，另一方面，利率曲線的深度倒挂使得短債和中長債券收益率相對比值也處於歷史高點，在長端利率寬幅震蕩的階段也可市場配置一定短久期債券，在流動性較好的市場下捕捉短期機會。此外我們依舊會注重過去一年多相對表現落後的ESG債券的配置價值，把握長期投資機會。



免責聲明：

本數據僅供指定收件人之信息及參考之用，並不構成對於任何證券或基金的買賣或進行任何交易之邀約或任何投資建議。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發布的區域居住之人士。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議，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，然後繼續閱讀本數據所包含的信息。

本數據所載之信息僅反映現時市場狀況及華夏基金（香港）有限公司（“本公司”）于編制資料當日的判斷，并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。于製作本資料時，本公司依賴及假設公共媒介提供的數據的正確性及完整性。本公司認為本文件所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該數據的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本數據內所提供之信息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數據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。

本資料并未經香港證監會審閱。發布人：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，分發或複製本數據或本數據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

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

關注我們: 華夏基金香港

