



市場透視

穩增長政策漸顯效

2023年9月

MSCI中國指數8月下跌8.50%，政治局會議後市場廣泛期待的寬鬆措施缺乏具體細節，而經濟數據疲弱。差於預期的宏觀數據、人民幣兌美元貶值以及中美利差擴大都對中國股市的表現造成壓力。低迷的房地產市場及其對實體經濟和金融經濟的潛在影響也是市場調整的重要原因。然而，8月最後兩周出現了更多積極的跡象。我們維持對中國股票市場的長期看好。中國政府在過去幾周以2018年底以來未見的速度推出了一系列刺激措施，涵蓋地產政策放鬆、證券交易印花稅減半和降息等多方面。經濟數據和政策寬鬆開始向好的方向發展，這一積極趨勢預計將在未來數月持續。

市場表現

MSCI中國指數8月下跌8.50%，政治局會議後市場廣泛期待的寬鬆措施缺乏具體細節，而經濟數據疲弱。差於預期的宏觀數據、人民幣兌美元貶值以及中美利差擴大都對中國股市的表現造成壓力。低迷的房地產市場及其對實體經濟和金融經濟的潛在影響也是市場調整的重要原因。然而，8月最後兩周出現了更多積極的跡象。8月18日，中國證監會宣布了一系列措施以活躍資本市場。8月25日，住建部、中國人民銀行和國家金融監督管理總局聯合發布通知，宣布推動落實購買首套房貸款“認房不認貸”政策措施。8月27日，政府部門宣布一系列措施以支持股市，包括證券交易印花稅實施減半徵收。8月31日，中國人民銀行和國家金融監督管理總局聯合發布多項寬鬆政策，涉及降低存量首套房貸利率、調整二套房貸利率、調整首付款比例等。政府部門開始跟進落實7月底政治局會議關於房地產政策轉向和活躍資本市場的呼籲。

大中華股指	收盤價 (8月31日)	單月變動 %	YTD變動 %	52周低點	52周高點
滬深300指數	3765.27	-6.21	-2.75	3495.95	4268.15
MSCI中國指數	60.57	-8.50	-6.05	47.43	75.86
香港恒生指數	18382.06	-8.45	-7.07	14597.31	22700.85
恒生中國企業指數	6332.42	-8.22	-5.56	4919.03	7773.61
全球股指					
標普500指數	4507.66	-1.77	17.40	3491.58	4607.07
道瓊斯工業指數	34721.91	-2.36	4.75	28660.94	35679.13
納斯達克綜合指數	14034.97	-2.17	34.09	10088.83	14446.55
富時100指數	7439.13	-3.38	-0.17	6707.62	8047.06
德國DAX 30指數	15947.08	-3.04	14.53	11862.84	16528.97
日經225指數	32619.34	-1.67	25.00	25621.96	33772.89

經濟數據

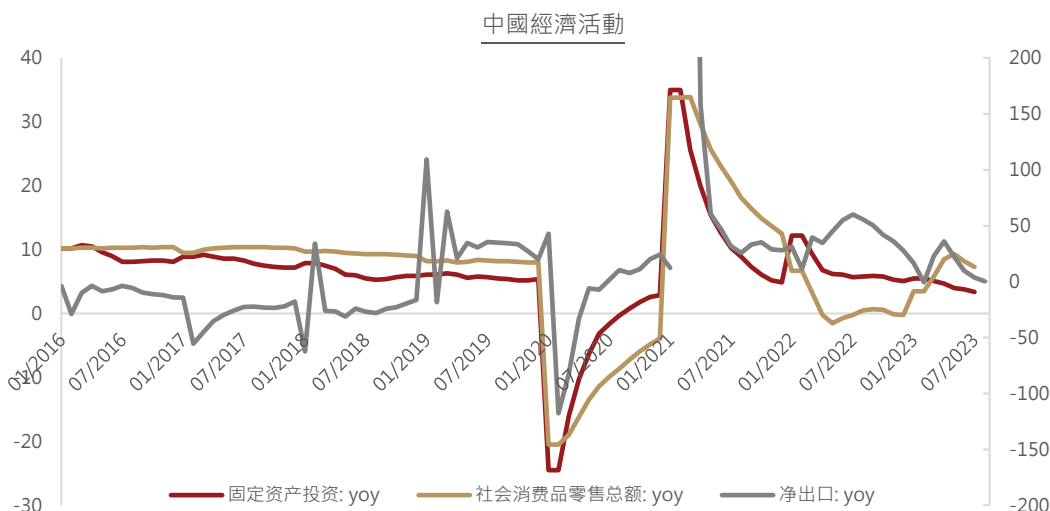
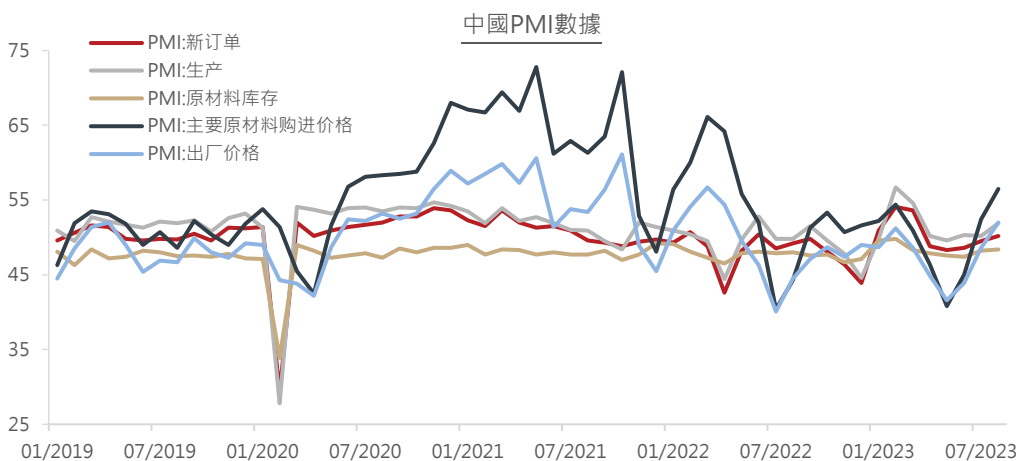
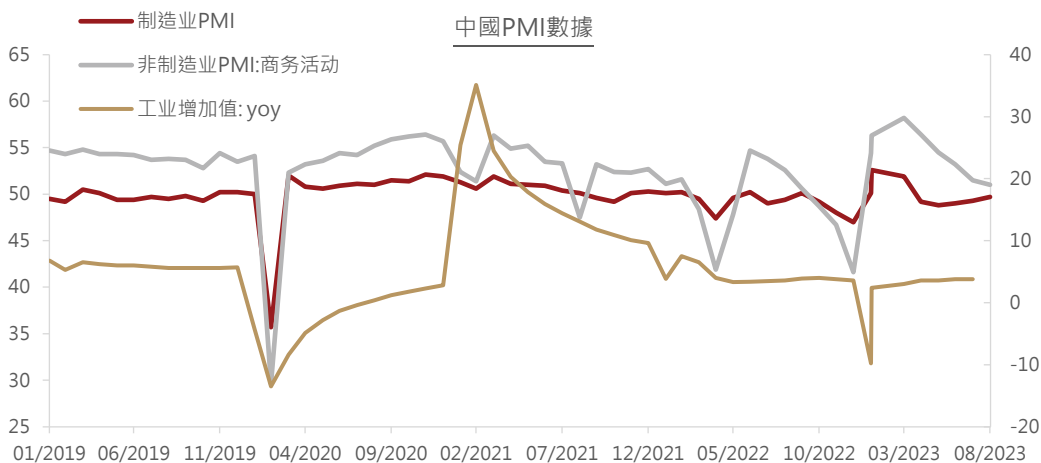
中國8月製造業PMI指數從7月的49.3升至49.7，仍處收縮區間。其中，新訂單分項指數從7月的49.5上升至8月的50.2，產出分項指數從7月的50.2上升至8月的51.9。國家統計局稱8月農副食品加工、化學原料及化學製品、汽車等行業生產指數和新訂單指數均高於53。8月非製造業PMI指數從7月的51.5進一步下降至51.0，表明建築和服務部門繼續復蘇，但環比改善速度繼續放緩。其中，建築業分項指數從7月的51.2反彈至8月的53.8，主要因為8月不利天氣的拖累減小；服務業分項指數從7月的51.5下降至8月的50.5，房地產相關行業的情況在8月進一步惡化。

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。中國政府在過去幾周以2018年底以來未見的速度推出了一系列刺激措施，涵蓋地產政策放鬆、證券交易印花稅減半和降息等多方面。經濟數據和政策寬鬆開始向好的方向發展，這一積極趨勢預計將在未來數月持續。我們預計一線城市將進一步放鬆房地產需求端政策，財政政策將加大力度，貨幣政策也將進一步寬鬆如實施降准和擴大再貸款工具。上述措施有望推動經濟活動從4季度開始回升。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、互聯網和金融等相關投資機會。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，俄烏局勢惡化超出預期，中國經濟修復低於預期。



數據源：若未特別注明，本文件資料來自華夏基金(香港)、彭博、萬得，截至2023年8月31日。數據顯示僅供信息及參考用途，歷史資料并不代表未來發展趨勢。

8月市場延續波動，上半月美債延續7月勢頭繼續遭到拋售，曲線走陡峭。在美國經濟明顯好於中國和歐洲的背景下美元走強，整體風險情緒則隨著降息預期的推後受到一定抑制，全月來看，大類資產多數收跌，債券跑贏股票，原油受到需要影響表現良好。信用債方面，美國政府債務信用評級被下調，美債供給超預期，推動信用債整體收益率走高。中資方面，中資投資級債券利差受到市場情緒較弱影響利差走闊，而後跟隨刺激政策利差波動收窄，高收益地產板塊中上旬受到企業暴雷，銷售持續萎靡單邊走弱。我們延續對於美國政策利率維持高位時間較長的判斷，短期看，目前聯儲貨幣政策和經濟走勢整體匹配度較好，良好的風險情緒可能會繼續維持。

市場表現

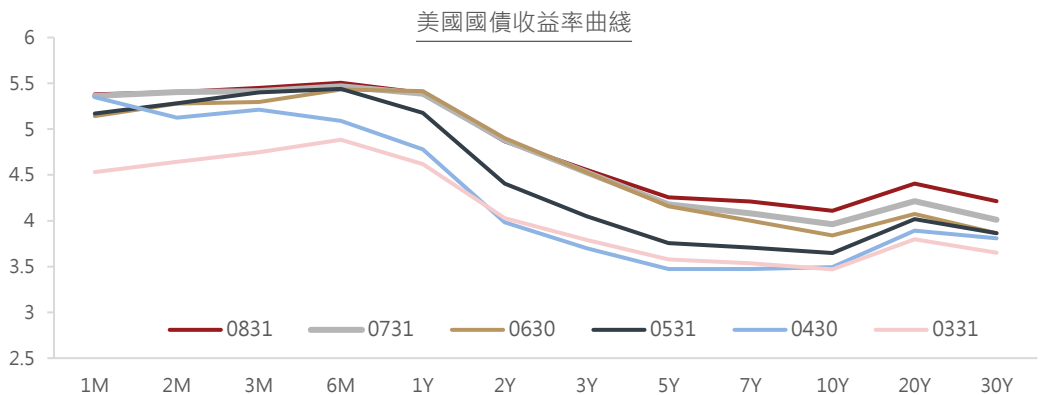
8月市場延續波動，上半月美債延續7月勢頭繼續遭到拋售，曲線走陡峭，月中中長端美債利率觸及08年來高位，下旬的Jackson hole會議中鮑威爾重申通脹目標2%，依然會適時提高政策利率以實現這一目標，但並未對長期中性利率框架進行調整，美債回落，市場預期九月加息概率降低但年底加息概率增加。在美國經濟明顯好於中國和歐洲的背景下美元走強，整體風險情緒則隨著降息預期的推後收到一定抑制，全月來看，大類資產多數收跌，債券跑贏股票，原油受到需要影響表現良好。

美國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周最低點%	52周最高點%
2Y	4.88	-2	45	3.07	5.12
5Y	4.18	2	17	2.79	4.50
7Y	4.08	8	11	2.73	4.44
10Y	3.96	12	8	2.67	4.34
30Y	4.01	15	5	2.94	4.42

中國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周最低點%	52周最高點%
3Y	2.24	1	-17	2.14	2.57
5Y	2.46	5	-17	2.36	2.77
7Y	2.64	2	-18	2.57	2.91
10Y	2.66	2	-18	2.60	2.96
30Y	3.29	27	9	2.96	3.32

日本	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周最低點%	52周最高點%
2Y	0.01	7	-3	-0.11	0.07
5Y	0.18	12	-5	-0.04	0.34
7Y	0.40	21	-5	0.03	0.58
10Y	0.61	21	19	0.16	0.66
30Y	1.52	28	-10	1.05	1.72

德國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周最低點%	52周最高點%
2Y	3.04	-16	27	0.41	3.38
5Y	2.54	-1	-4	0.61	2.90
7Y	2.48	1	-9	0.63	2.82
10Y	2.49	10	-8	0.83	2.77
30Y	2.57	18	2	1.08	2.71



信用債方面，美國政府債務信用評級被下調，美債供給超預期，推動信用債整體收益率走高，上半月longer預期背景下風險情緒受到抑制，信用利差跟隨美債收益率小幅走擴。後半月風險情緒修復，市場預期加息概率降低，信用利差收窄，接近年初以來低點。中資方面，中資投資級債券利差受到市場情緒較弱影響利差走闊，而後跟隨刺激政策利差波動收窄，高收益地產板塊中上旬受到企業暴雷，銷售持續萎靡單邊走弱。全月中資投資級下跌0.8%，高收益下跌7.7%。

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	64	1	(19)	62	114
高收益 CDX	425	16	(59)	400	640
新興市場 CDX	202	11	50	188	346
主要債券指數					
亞洲美元公司債	425	-1.0%	1.9%	384	432
中資美元債 投資級	201	-0.8%	2.4%	185	204
中資美元債 高收益	147	-7.7%	-23.8%	115	218
美國投資級	3077	-0.7%	3.0%	2809	3133
美國高收益	1503	0.3%	7.2%	1345	1503
新興市場公司債	413	-0.9%	2.9%	373	417
全球投資級債券指數	449	-1.4%	0.7%	416	467
全球1-3年投資級債券指數	168	-0.8%	0.7%	159	171



經濟數據

美國整體數據喜憂參半，零售和居民實際收入依舊強勁，CPI繼續放緩但超核心部分回落速度不及預期，就業數據有降溫迹象，房屋數據企穩但反彈乏力，服務業和製造業PMI分化下降，整體顯示美國經濟依舊堅韌但不如7月一樣超預期。歐洲經濟數據顯示PMI和消費者信心指數疲弱且通脹有所放緩，市場預期九月歐央行和英央行加息概率降低。日本GDP超預期但通脹增幅低於預期。

中國經濟數據方面，工業生產、零售銷售、固定資產投資均低於預期；但官方製造業PMI實際49.7，高於預期49.2；貨幣、金融市場、房地產政策均有持續出臺以支持經濟。貨幣政策方面，央行開展一年期中期借貸便利(MLF)操作，利率從2.65%下調至2.50%；7天逆回購利率從1.90%下調至1.80%。降息時間點早於市場預期。貸款市場報價利率一年期降低10bps至3.45%，五年期以上維持在4.20%不變。從表面上看，降息幅度低於市場預期，市場期待更多的對長端借貸的寬鬆政策支持。但綜合整體經濟，一方面有考慮維持銀行息差穩定，另一方面宏觀實業方面更多要依靠存量城投和按揭利率的改善。央行下調金融機構外匯存款準備金率由現行的6%下調至4%，以提升金融機構外匯資金運用能力。房地產政策方面，主要由住房城鄉建設部、中國人民銀行、金融監管總局三部門，推動落實購買首套房貸款“認房不用認貸”，之後包括深圳、廣州在內的多個城市宣布執行；調整優化差別化住房信貸，對首付比例、房地產利率和存量首套房貸款利率進行調整。主要從需求端進行減緩壓力和增加刺激。

USD/CNH即期方面，整體呈現冲高回落的行情，從7.15水平上行、月中觸及7.35高點後、下行至7.27水平，主要受到資金面和政策出臺的影響；掉期方面，資金面持續偏緊至月末、一天點子最高到達+9位置，帶動著整條曲線特別是短端的波動，預期未來曲線將更多受到中美利差縮窄帶來的長端上行；掉期利率方面，呈現V型走勢，特別是長端波動較大，主要是受到短端貨幣政策寬鬆和政策利好經濟復蘇預期的驅動。央行透過香港金融管理局的債務工具中央結算系統(CMU)，在香港招標發行了人民幣央行票據合共350億，三個月期有200億，創三年新高，之前多為100億；一年期有150億。

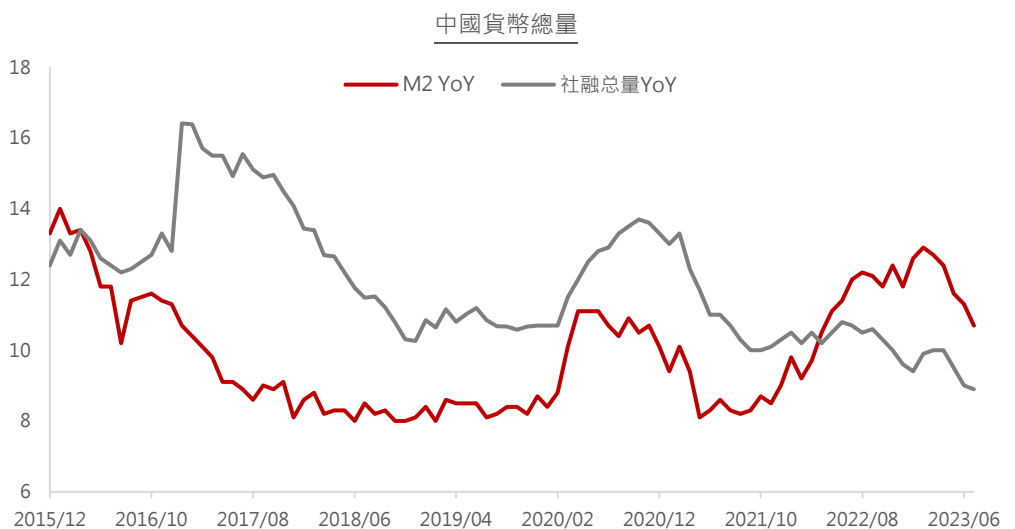
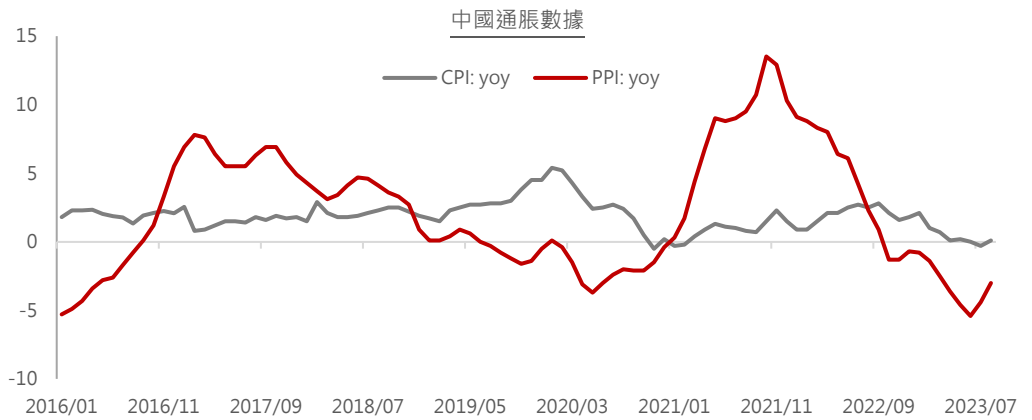
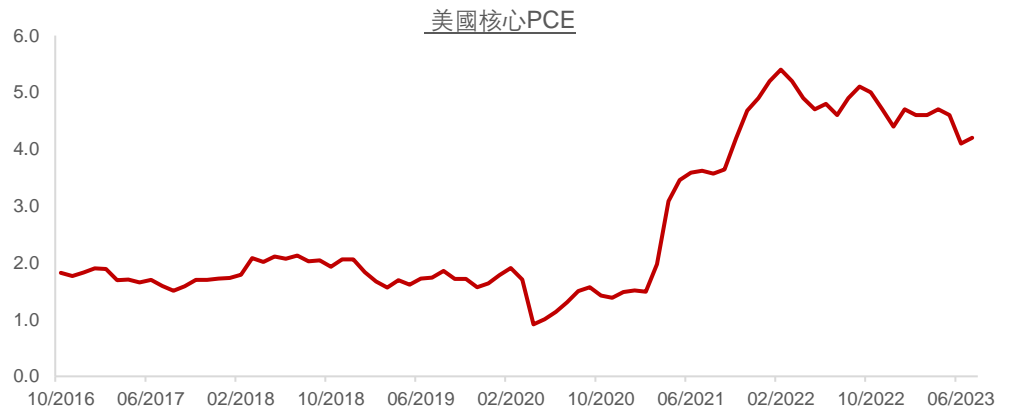
市場展望與行業配置

八月經濟數據分化，市場對於潛在的下一期加息時點和明年降息始點的預期有所推後，在目前金融體系流動性良好的背景下美聯儲會持續觀察經濟數據的走勢決定政策。儘管就業數據小幅走弱，但更多顯示就業在趨于平衡而非趨勢性減弱（數據移動平均值仍處於高位），且通脹回落使得居民實際收入提高，如果其他經濟數據有韌性，我們延續對於美國政策利率維持高位時間較長的判斷，短期看，目前聯儲貨幣政策和經濟走勢整體匹配度較好，良好的風險情緒可能會繼續維持，財政部公布的三季度融資需求增加以及高利率維持較長時間或成爲下半年抑制美債收益率回落的主要因素，但伴隨經濟數據超預期情況好轉，美債再次大幅上行的概率可控，預計仍會區間寬幅波動，曲線可能進一步走陡，需關注剔除通脹因素後的消費是否仍然保持良好趨勢，就業結構改善對於降核心通脹的正面作用以及關注油價上行對整體通脹的負面影響。中期看，不認爲長時間的高利率不會帶來任何負面干擾，美國能在明年完全避免衰退，因此需警惕市場的過度樂觀。長期看警惕關注中性利率抬升的可能性。歐洲方面，經濟的走弱和央行的轉向或使得加息終點提早到來。日本則需要關注政局的不確定性以及貨幣政策的調整。新興市場方面，經濟和通脹走勢分化較大，部分亞洲國家受到中國影響數據不及預期但內生動能依舊較好，整體市場預期的降息始點跟隨美聯儲延後。

信用債方面，前期的信用利差收窄在本月有所回調，投資者對於長期高利率的關注也進一步推動利差走闊。月中一些區域性銀行評級被下調（但監管收緊政策落地長期利好金融穩定），因此金融板塊較科技能源等板塊表現較弱。美國企業公布了二季報，科技板塊業績較好，零售板塊業績一般。前八個月信用債發行規模同比，預計九月信用債發行規模較大，年底信用利差仍會波動走寬，信用曲線（尤其是高等級發行人）走陡峭，我們在此背景下相對看好美國非金融非周期的防禦性板塊。歐洲銀行目前有少量發行人已經新發資本債并贖回即將到期債券，得到投資人的認可，并進一步提振該板塊市場情緒。中資方面SOE的技術面支撐和TMT的業績支撐預計會使得板塊相對穩健，儘管地產方面預期政策部分落地，但效果仍具有較大不確定性，債券價格波動仍會較大，城投方面政府支持更加明顯，部分短債和相對境內溢價明顯的優質主體有一定配置價值，整體對這兩個板塊維持謹慎。本輪加息接近尾聲，從絕對收益率角度信用債尤其是短債有一定配置價值，但若長九七部分收益率下行明顯考慮部分獲利瞭解捕捉波動機會，維持高信用等級的配置思路，給予組合較好的靈活性和分散度。

展望下個月，預計USD/CNH即期將在7.3位置波動偏下行，人民幣端更多下行的空間需要政策繼續發力、經濟數據轉好、風險情緒改善；美元端則需注意九月具有較強的季節性美元走強和月底長假外出旅游的購匯需求。掉期方面，預期會偏上行，最主要的影響因素是資金面，但中美利差的縮窄或要九月之後，因爲中國經濟需要更多時間在數據上的反映以及九月季節性美國國債企業債發債量較大。中國掉期和國債利率的關注近月是否降准以及年底前是否還有一次降息，10年國債利率關注2.7-2.75阻力位。

固定收益



免責聲明：

本數據僅供指定收件人之信息及參考之用，并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，本公司并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

