



市场透视

长坡厚雪，保持耐心

2023年11月

近期的政策出台比市场预期的更为积极。由于政府债同比多发，社融月度环比增速连续两个月处于较高水平，汇金公司增持多家国有行的举措也改善了市场情绪。尽管今年已经实现5%的实际GDP增长目标，但政府很罕见的增加了1万亿元人民币的预算扩张，并且高层领导还访问了中国人民银行。对于股市的直接影响，我们认为预算扩张是较为积极的举措，但可能还需要更多支持力度。考虑到这是自1998-2000年以来的首次年度预算调整，尽管今年5%的GDP增长目标已经达成，但我们认为市场会把它视为稳定经济的信号。

市场表现

MSCI中国指数10月下跌4.36%。在全球流动性条件持续收紧以及美国国债利率达到十年高点的情况下市场连续第三个月出现抛售。但在中国经济数据和政策措施转好、中美对话进一步展开以及美元指数在105~107区间稳定波动的情况下10月的抛售节奏有所放缓。10月出现了许多积极的信号。10月7日以来，天津、辽宁、重庆和江西等省市接连宣布重启发行特殊再融资债，资金用途均为偿还存量债务。10月11日，汇金公司增持四大国有行合计4.77亿元，并计划在未来6个月继续增持。10月24日，中央政府计划增发1万亿元国债，支持灾后恢复重建和提升防灾能力。香港特区政府也在月底宣布将下调印花税。

大中华股指	收盘价 (10月31日)	单月变动%	YTD变动%	52周低点	52周高点	TICKER
沪深300指数	3572.51	-3.17	-7.73	3450.65	4268.15	SHSZ300 Index
MSCI中国指数	56.15	-4.36	-12.91	50.27	75.86	MXCN Index
香港恒生指数	17112.48	-3.91	-13.49	15442.76	22700.85	HSI Index
恒生中国企业指数	5861.74	-4.66	-12.58	5217.02	7773.61	HSCEI Index
全球股指						
标普500指数	4193.80	-2.20	9.23	3708.84	4607.07	SPX Index
道琼斯工业指数	33052.87	-1.36	-0.28	31429.82	35679.13	DJI Index
纳斯达克综合指数	12851.24	-2.78	22.78	10207.47	14446.55	CCMP Index
富时100指数	7321.72	-3.76	-1.74	7188.63	8047.06	UKX Index
德国DAX 30指数	14810.34	-3.75	6.37	13193.51	16528.97	DAX Index
日经225指数	30858.85	-3.14	18.26	25661.89	33772.89	NKY Index

经济数据

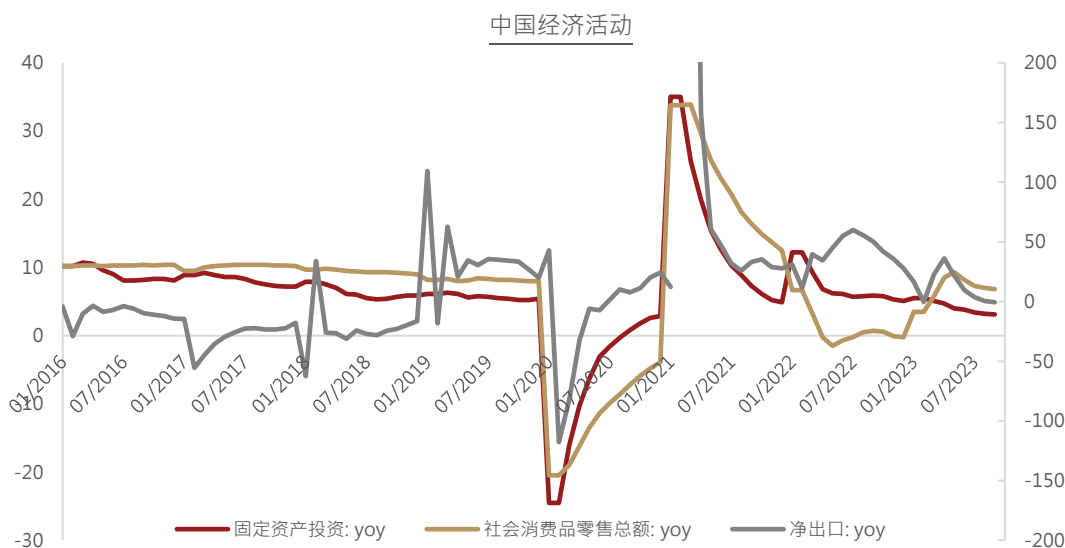
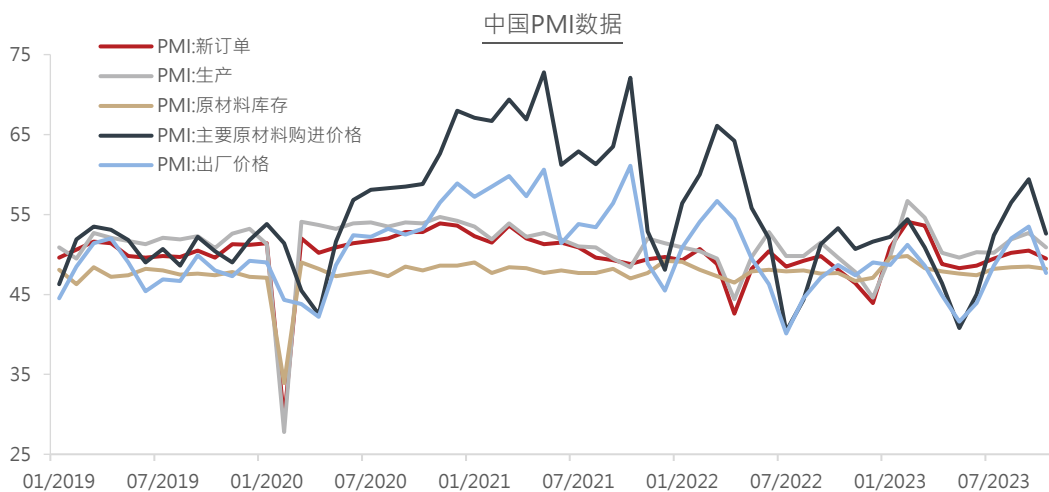
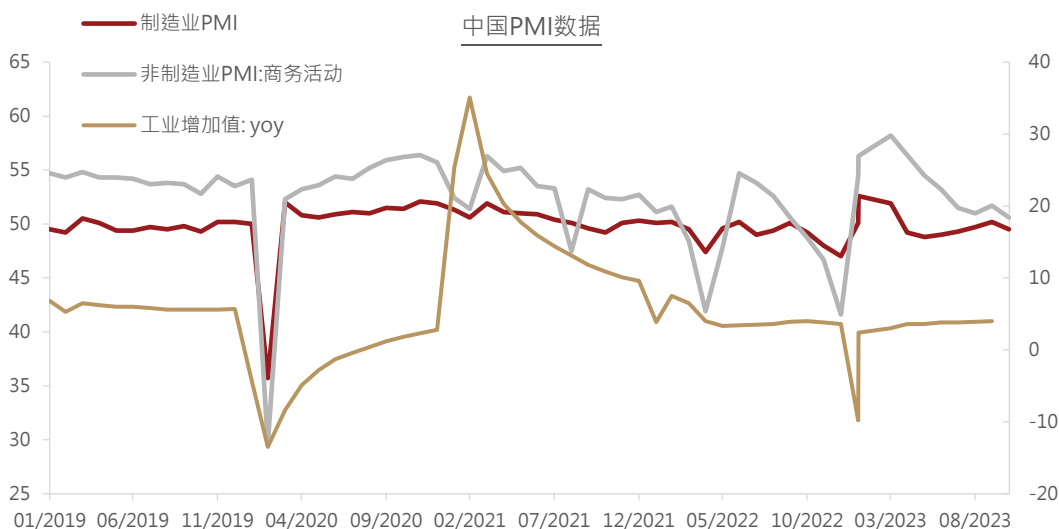
中国10月制造业PMI指数从9月的50.2下降至49.5。其中，新订单分项指数从9月的50.5下降至10月的49.5，产出分项指数从9月的52.7下降至10月的50.9。制造业PMI各项指数环比下降主要受到十月黄金周导致的工作日减少以及9月的高基数影响。中国10月非制造业PMI指数从9月的51.7下降至50.6。其中，建筑业分项指数从9月的56.2下降至10月的53.5，基础设施项目建设速度趋于稳定。服务业分项指数从9月的50.9下降至10月的50.1，铁路、航空运输、邮政、电信和卫星传输等服务业的PMI超过55，而资本市场服务和房地产的PMI较低。

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。近期的政策出台比市场预期的更为积极。由于政府债同比多发，社融月度环比增速连续两个月处于较高水平，汇金公司增持多家国有行的举措也改善了市场情绪。尽管今年已经实现5%的实际GDP增长目标，但政府很罕见的增加了1万亿元人民币的预算扩张，并且高层领导还访问了中国人民银行。对于股市的直接影响，我们认为预算扩张是较为积极的举措，但可能还需要更多支持力度。考虑到这是自1998-2000年以来的首次年度预算调整，尽管今年5%的GDP增长目标已经达成，但我们认为市场会把它视为稳定经济的信号。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业和产业链相关行业，以及受益经济再开放的消费、互联网和金融等相关投资机会。我们也会审慎关注一些主题投资机会，包括人工智能和中国特色估值体系下的优质央企价值重估。此外，我们还将密切关注房地产销售的稳定情况、中美经济沟通情况、以及在12月的中央经济工作会议上关于GDP的增长目标和进一步政策宽松的指引。

风险

中美关系恶化超出预期，国际局势恶化超预期，中国经济修复低于预期。



数据源：若未特别注明，本文件资料来自华夏基金(香港)、彭博、万得，截至2023年10月31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。

三季度美国经济数据整体强劲，目前来看“higher for longer”依然是市场普遍共识，美债利率依旧会高位区间振荡为主，美联储依然会数据依赖来调整其利率政策和市场预期。三季度通胀放缓，非农就业人数涨幅较大且劳动力成本依然有增长空间，失业率持续高位一定程度会抑制通胀增长过快，目前来看短时间内也难以回到目标通胀利率，预计美债曲线会延续陡峭，短端利率受到加息接近尾声的影响从高位回落的机会较大，长端利率受到金融环境偏紧，企业再融资压力和通胀维持高短时间难以回到目标通胀水平的多重影响，长端利率依然会在高位区间振荡，下行空间有限。注意地缘突发事件对利率的影响和超预期的可能引发衰退的数据。日本放开十年期国债利率1%的硬性上限，通胀预期增强，欧元区通胀从高位回落，经济增长出现放缓，高利率拖累经济，相较美国可能更早进入降息周期。

市场表现

10月整体市场依然波动剧烈，本月前半段美债利率震荡上涨，其中十年期美债自07年以来首次突破5%，随后振荡下跌。十一月美联储以及十月欧央行加息暂停，符合预期，联储对进一步收紧保留空间，市场预期美国本轮加息到达终点。四季度美国财政部借款规模较前次预期减少，一定程度支撑长久期美国国债，但经济韧性较强，短期内衰退概率不大推动美债利率进一步陡峭。大类资产方面，高收益债券跑赢投资级债券跑赢股票，商品表现较为分化。

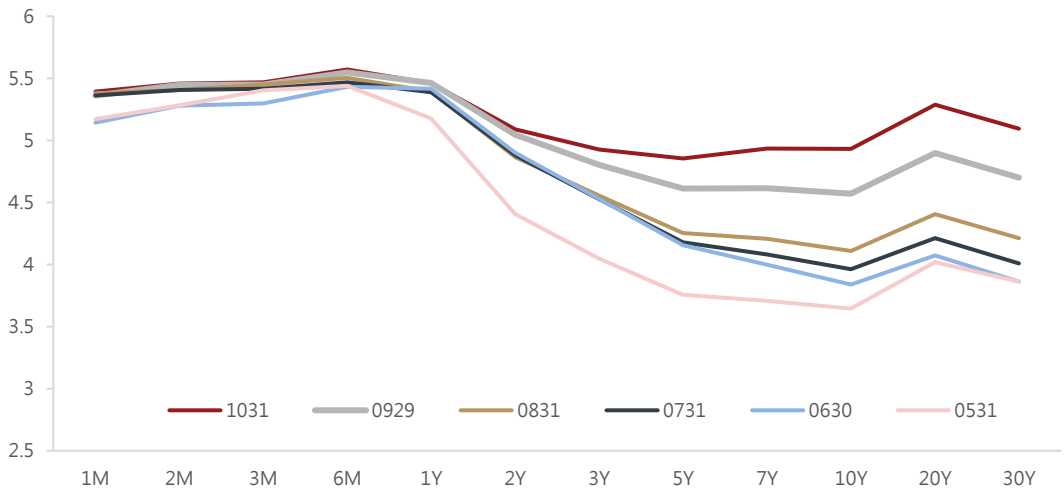
美国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	5.09	4	66	3.55	5.26
5Y	4.85	24	85	3.20	4.99
7Y	4.93	32	97	3.24	5.03
10Y	4.93	36	106	3.25	5.02
30Y	5.09	39	113	3.40	5.18

中国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
3Y	2.42	4	0	2.18	2.57
5Y	2.54	1	-9	2.34	2.77
7Y	2.69	-1	-13	2.51	2.91
10Y	2.69	1	-15	2.54	2.96
30Y	3.00	0	-20	2.88	3.32

日本	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	0.15	10	11	-0.09	0.17
5Y	0.46	14	23	0.05	0.49
7Y	0.70	17	24	0.08	0.73
10Y	0.95	18	53	0.18	0.97
30Y	1.87	14	26	1.11	1.91

德国	现值 %	一月变动bp	YTD变动bps	52周低点%	52周高点%
2Y	3.02	-19	25	1.84	3.38
5Y	2.66	-12	8	1.74	2.93
7Y	2.69	-10	12	1.74	2.94
10Y	2.81	-3	24	1.74	3.03
30Y	3.09	6	55	1.60	3.26

美国国债收益率曲线



美国十年期国债收益率



信用债方面，受到巴以冲突消息不断，利率高居不下且波动较大共同影响，美国投资级债券信用利差振荡走阔，中资投资级美元债利差振荡为主，小幅收窄。美国三季度企业季报显示企业收入盈利整体表现好于预期，板块分化明显，受到高利率影响较多的板块利差走阔幅度较大。中资方面，国内刺激政策使得投资级债券利差窄幅波动收窄，高收益地产板块由于销售进一步下滑叠加个体负面舆情再度出现明显下跌。全月中资投资级下跌0.5%，高收益下跌2.3%。

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	80	6	(3)	62	95
高收益 CDX	517	36	33	400	554
新兴市场 CDX	228	2	77	188	307
主要债券指数					
亚洲美元公司债	418	-0.8%	0.3%	384	432
中资美元债 投资级	199	-0.5%	1.1%	185	204
中资美元债 高收益	144	-2.3%	-25.1%	115	218
美国投资级	2947	-1.8%	-1.4%	2840	3133
美国高收益	1467	-1.2%	4.7%	1366	1503
新兴市场公司债	403	-1.1%	0.5%	373	417
全球投资级债券指数	431	-1.2%	-3.4%	420	467
全球1-3年投资级债券指数	167	-0.1%	-0.5%	159	171

中资美元债指数



经济数据

美国经济数据表现亮眼，三季度经济增长折合年率为4.9%，市场普遍认为三季度经济增长强劲可能并非持续，四季度增长会回落，预期全年增长超过2%。就业数据较为分化，失业率保持高位稳定，UAW大罢工结束，临时性协议标志劳动力成本进一步上涨，非农新增就业数据和职位空缺数增长明显。劳动力成本上升和失业率维持高位依然会左右通胀数据，需要关注就业数据的进一步变化。通胀方面，九月通胀数据超预期主要是能源价格上涨推动，核心商品价格连续几个月下降，核心服务价格上涨明显，距离通胀回落至目标水平依然有一定距离。零售数据方面，九月零售大幅超预期，显示出消费者消费能力坚挺，并没有过多受到高利率的抑制，新屋销售增幅明显，体现对经济增长较为乐观的预期。欧洲零售受到高利率拖累有明显跌幅，欧元区通胀连续三个月回落，经济增长亦放缓，普遍预计欧洲已经到达此次加息终点。日本上调通胀预期，温和调整YCC政策，对十年期国债利率上限1%仅作为参考点，允许突破。

市场展望与行业配置

三季度美国经济数据整体是强劲的，尽管后续可持续性有争议，目前来看美联储“higher for longer”依然是市场普遍认同的。在这种观点下，美债利率依旧会高位区间振荡为主，美联储依然会数据依赖来调整其利率政策和市场预期。三季度通胀放缓，非农就业人数涨幅较大且劳动力成本依然有增长空间，失业率持续高位一定程度会抑制通胀增长过快，目前来看短时间内也难以回到目标通胀利率。财政部季度融资计划中长期债券发行量目前低于预期，保留根据市场情况做出相应调整的空间，由于供给大幅增加而导致的剧烈熊陡是美联储不愿意看到的局面，因此供给对利率的影响被部分削弱。

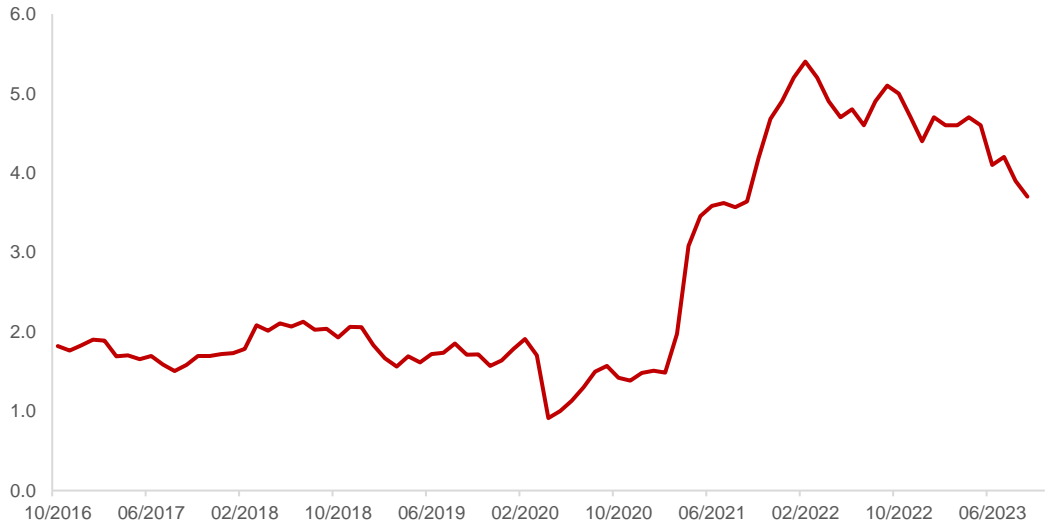
经济数据依然是引发美债利率波动的主要因素，预计美债曲线会延续陡峭，短端利率受到加息接近尾声的影响从高位回落的机会较大，长端利率受到金融环境偏紧，企业再融资压力和通胀维持高短时间难以回到目标通胀水平的多重影响，长端利率依然会在高位区间振荡，下行空间有限。注意地缘突发事件对利率的影响和超预期的可能引发衰退的数据。日本放开十年期国债利率1%的硬性上限，通胀预期增强，欧元区通胀从高位回落，经济增长出现放缓，高利率拖累经济，相较美国可能更早进入降息周期。

信用债方面，投资者对于信用债和久期依然缺乏明显方向性，一方面短端债券收益率依旧非常可观，受到买盘追捧，长端债券不仅受到美债利率波动剧烈，潜在新发也可能会对现有利差重新定价。美国发行人三季报结果是好于预期的，部分缓解了投资级基金和ETF的资金流出，也减少了部分利差走阔幅度。预计十一月美债新发量较十月略微增长，美债需求也会相应增长，信用债利差依然会振荡，随着美债利率企稳，经济增长依然具有韧性，利差也会有收窄空间。

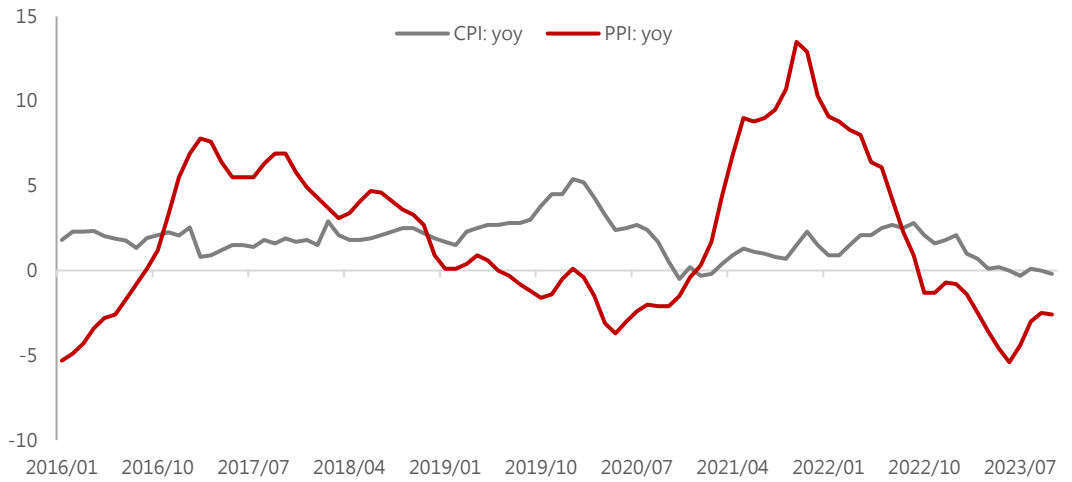
美联储相较于上个月略微转鸽，高评级银行板块利差可能相较于其他高评级企业更有收窄空间。中资板块预计会较为分化，境内外利差依然会持续吸引买家，高评级SOE债券利差依然会维持低位振荡。综合来看，技术面上美国国债收益率处于阶段性高点，可以择机建仓，与此同时随着信用方面仍受到资金持续追捧，信用利差有收窄空间，但仍需对信用利差走宽风险保持谨慎。

固定收益

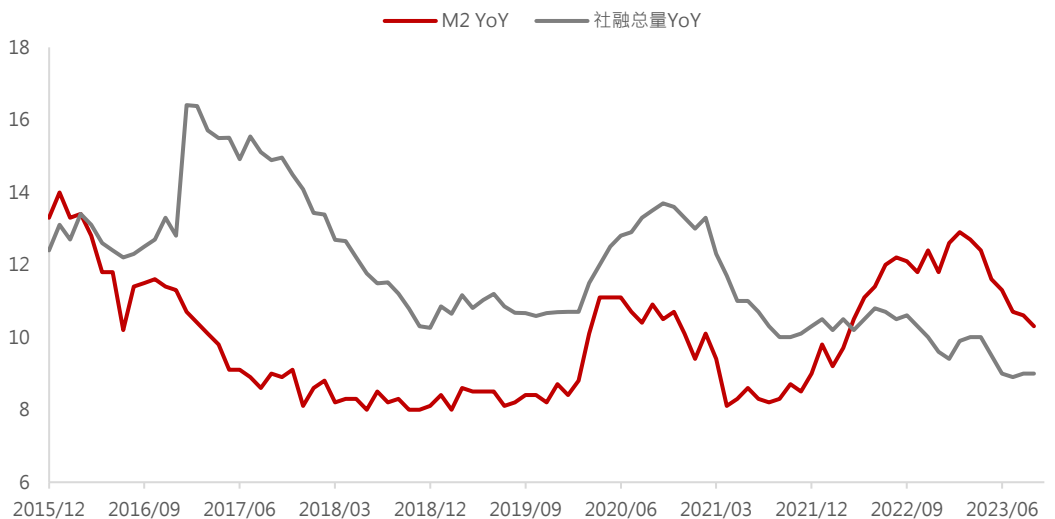
美国核心PCE



中国通胀数据



中国货币总量



免责声明：

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用，并不构成对于任何证券或基金的买卖或进行任何交易之邀约或任何投资建议。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

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

电话: (852) 3406 8686

关注我们: 华夏基金香港

