



市場透視

長坡厚雪，保持耐心

2023年11月

近期的政策出臺比市場預期的更為積極。由於政府債同比多發，社融月度環比增速連續兩個月處於較高水平，匯金公司增持多家國有行的舉措也改善了市場情緒。儘管今年已經實現5%的實際GDP增長目標，但政府很罕見的增加了1萬億元人民幣的預算擴張，並且高層領導還訪問了中國人民銀行。對於股市的直接影響，我們認為預算擴張是較為積極的舉措，但可能還需要更多支持力度。考慮到這是自1998-2000年以來的首次年度預算調整，儘管今年5%的GDP增長目標已經達成，但我們認為市場會把它視為穩定經濟的信號。

市場表現

MSCI中國指數10月下跌4.36%。在全球流動性條件持續收緊以及美國國債利率達到十年高點的情況下市場連續第三個月出現拋售。但在中國經濟數據和政策措施轉好、中美對話進一步展開以及美元指數在105~107區間穩定波動的情況下10月的拋售節奏有所放緩。10月出現了許多積極的信號。10月7日以來，天津、遼寧、重慶和江西等省市接連宣布重啟發行特殊再融資債，資金用途均為償還存量債務。10月11日，匯金公司增持四大國有行合計4.77億元，並計劃在未來6個月繼續增持。10月24日，中央政府計劃增發1萬億元國債，支持災後恢復重建和提升防災能力。香港特區政府也在月底宣布將下調印花稅。

大中華股指	收盤價 (10月31日)	單月變動 %	YTD變動 %	52周低點	52周高點	TICKER
沪深300指數	3572.51	-3.17	-7.73	3450.65	4268.15	SHSZ300 Index
MSCI中國指數	56.15	-4.36	-12.91	50.27	75.86	MXCN Index
香港恒生指數	17112.48	-3.91	-13.49	15442.76	22700.85	HSI Index
恒生中國企業指數	5861.74	-4.66	-12.58	5217.02	7773.61	HSCEI Index
全球股指						
標普500指數	4193.80	-2.20	9.23	3708.84	4607.07	SPX Index
道瓊斯工業指數	33052.87	-1.36	-0.28	31429.82	35679.13	DJI Index
納斯達克綜合指數	12851.24	-2.78	22.78	10207.47	14446.55	CCMP Index
富時100指數	7321.72	-3.76	-1.74	7188.63	8047.06	UKX Index
德國DAX 30指數	14810.34	-3.75	6.37	13193.51	16528.97	DAX Index
日經225指數	30858.85	-3.14	18.26	25661.89	33772.89	NKY Index

經濟數據

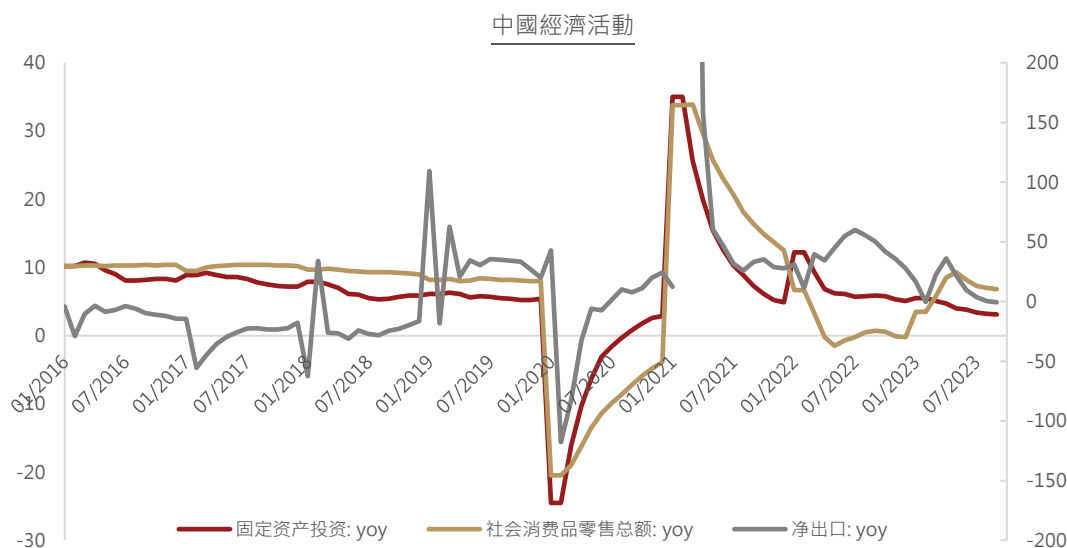
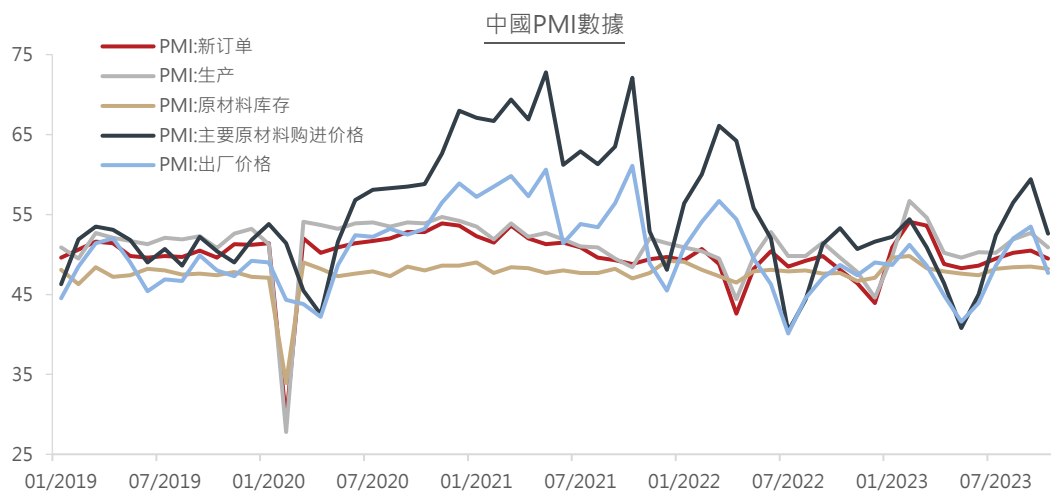
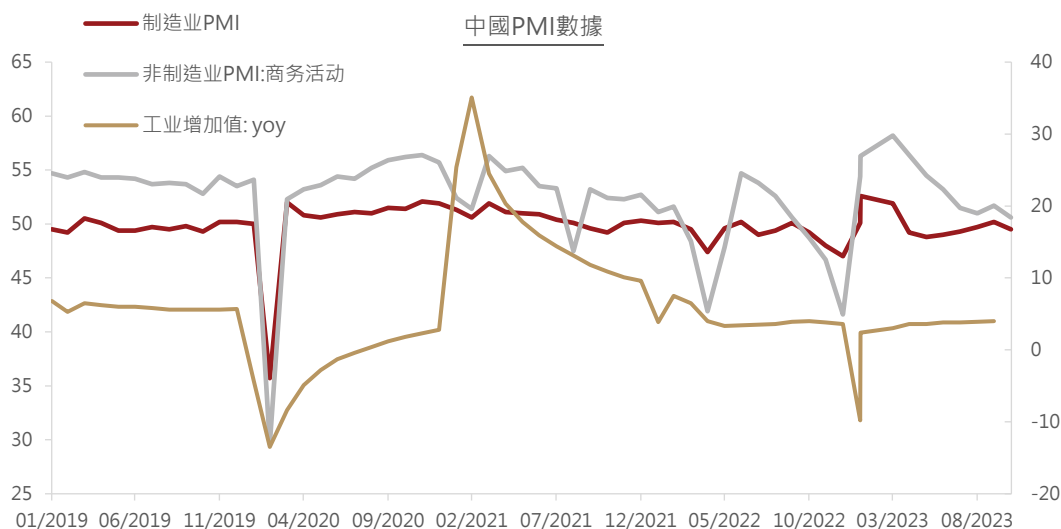
中國10月製造業PMI指數從9月的50.2下降至49.5。其中，新訂單分項指數從9月的50.5下降至10月的49.5，產出分項指數從9月的52.7下降至10月的50.9。製造業PMI各項指數環比下降主要受到十月黃金周導致的工作日減少以及9月的高基數影響。中國10月非製造業PMI指數從9月的51.7下降至50.6。其中，建築業分項指數從9月的56.2下降至10月的53.5，基礎設施項目建設速度趨於穩定。服務業分項指數從9月的50.9下降至10月的50.1，鐵路、航空運輸、郵政、電信和衛星傳輸等服務業的PMI超過55，而資本市場服務和房地產的PMI較低。

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。近期的政策出臺比市場預期的更為積極。由於政府債同比多發，社融月度環比增速連續兩個月處於較高水平，匯金公司增持多家國有行的舉措也改善了市場情緒。儘管今年已經實現5%的實際GDP增長目標，但政府很罕見的增加了1萬億元人民幣的預算擴張，並且高層領導還訪問了中國人民銀行。對於股市的直接影響，我們認為預算擴張是較為積極的舉措，但可能還需要更多支持力度。考慮到這是自1998-2000年以來的首次年度預算調整，儘管今年5%的GDP增長目標已經達成，但我們認為市場會把它視為穩定經濟的信號。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。我們也會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。此外，我們還將密切關注房地產銷售的穩定情況、中美經濟溝通情況、以及在12月的中央經濟工作會議上關於GDP的增長目標和進一步政策寬鬆的指引。

風險

中美關係惡化超出預期，國際局勢惡化超預期，中國經濟修復低於預期。



三季度美國經濟數據整體強勁，目前來看“higher for longer”依然是市場普遍共識，美債利率依舊會高位區間振蕩為主，美聯儲依然會數據依賴來調整其利率政策和市場預期。三季度通脹放緩，非農就業人數漲幅較大且勞動力成本依然有增長空間，失業率持續高位一定程度會抑制通脹增長過快，目前來看短時間內也難以回到目標通脹利率，預計美債曲線會延續陡峭，短端利率受到加息接近尾聲的影響從高位回落的機會較大，長端利率受到金融環境偏緊，企業再融資壓力和通脹維持高短時間難以回到目標通脹水平的多重影響，長端利率依然會在高位區間振蕩，下行空間有限。注意地緣突發事件對利率的影響和超預期的可能引發衰退的數據。日本放開十年期國債利率1%的硬性上限，通脹預期增強，歐元區通脹從高位回落，經濟增長出現放緩，高利率拖累經濟，相較美國可能更早進入降息周期。

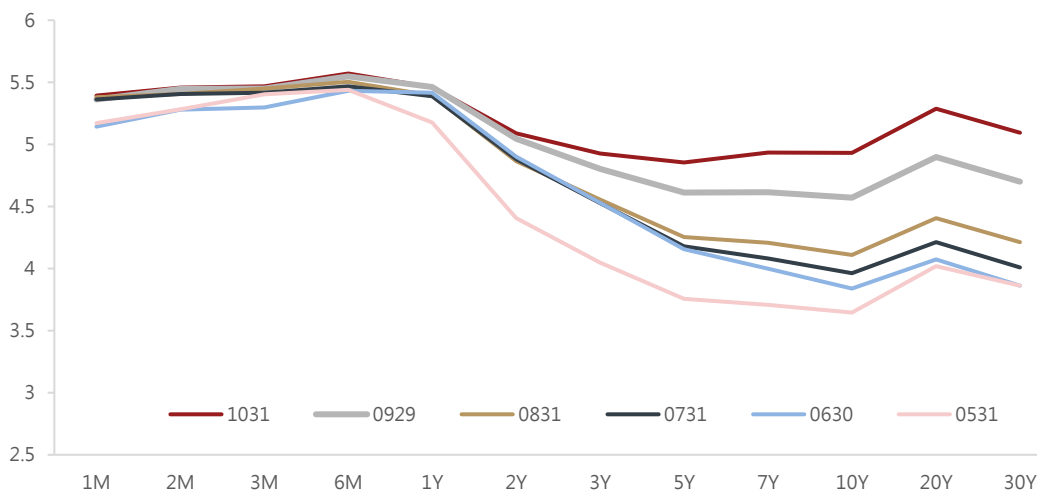
市場表現

10月整體市場依然波動劇烈，本月前半段美債利率震蕩上漲，其中十年期美債自07年以來首次突破5%，隨後振蕩下跌。十一月美聯儲以及十月歐央行加息暫停，符合預期，聯儲對進一步收緊保留空間，市場預期美國本輪加息到達終點。四季度美國財政部借款規模較前次預期減少，一定程度支撐長久期美國國債，但經濟韌性較強，短期內衰退概率不大推動美債利率進一步陡峭。大類資產方面，高收益債券跑贏投資級債券跑贏股票，商品表現較為分化。

美國						中國					
	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%		現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	5.09	4	66	3.55	5.26	3Y	2.42	4	0	2.18	2.57
5Y	4.85	24	85	3.20	4.99	5Y	2.54	1	-9	2.34	2.77
7Y	4.93	32	97	3.24	5.03	7Y	2.69	-1	-13	2.51	2.91
10Y	4.93	36	106	3.25	5.02	10Y	2.69	1	-15	2.54	2.96
30Y	5.09	39	113	3.40	5.18	30Y	3.00	0	-20	2.88	3.32

日本						德國					
	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%		現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	0.15	10	11	-0.09	0.17	2Y	3.02	-19	25	1.84	3.38
5Y	0.46	14	23	0.05	0.49	5Y	2.66	-12	8	1.74	2.93
7Y	0.70	17	24	0.08	0.73	7Y	2.69	-10	12	1.74	2.94
10Y	0.95	18	53	0.18	0.97	10Y	2.81	-3	24	1.74	3.03
30Y	1.87	14	26	1.11	1.91	30Y	3.09	6	55	1.60	3.26

美國國債收益率曲線



美國十年期國債收益率



信用債方面，受到巴以衝突消息不斷，利率高居不下且波動較大共同影響，美國投資級債券信用利差振盪走闊，中資投資級美元債利差振盪為主，小幅收窄。美國三季度企業季報顯示企業收入盈利整體表現好於預期，板塊分化明顯，受到高利率影響較多的板塊利差走闊幅度較大。中資方面，國內刺激政策使得投資級債券利差窄幅波動收窄，高收益地產板塊由於銷售進一步下滑疊加個體負面輿情再度出現明顯下跌。全月中資投資級下跌0.5%，高收益下跌2.3%。

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	80	6	(3)	62	95
高收益 CDX	517	36	33	400	554
新興市場 CDX	228	2	77	188	307
主要債券指數					
亞洲美元公司債	418	-0.8%	0.3%	384	432
中資美元債 投資級	199	-0.5%	1.1%	185	204
中資美元債 高收益	144	-2.3%	-25.1%	115	218
美國投資級	2947	-1.8%	-1.4%	2840	3133
美國高收益	1467	-1.2%	4.7%	1366	1503
新興市場公司債	403	-1.1%	0.5%	373	417
全球投資級債券指數	431	-1.2%	-3.4%	420	467
全球1-3年投資級債券指數	167	-0.1%	-0.5%	159	171

中資美元債指數



經濟數據

美國經濟數據表現亮眼，三季度經濟增長折合年率為4.9%，市場普遍認為三季度經濟增長強勁可能并非持續，四季度增長會回落，預期全年增長超過2%。就業數據較為分化，失業率保持高位穩定，UAW大罷工結束，臨時性協議標志勞動力成本進一步上漲，非農新增就業數據和職位空缺數增長明顯。勞動力成本上升和失業率維持高位依然會左右通脹數據，需要關注就業數據的進一步變化。通脹方面，九月通脹數據超預期主要是能源價格上漲推動，核心商品價格連續幾個月下降，核心服務價格上漲明顯，距離通脹回落至目標水平依然有一定距離。零售數據方面，九月零售大幅超預期，顯示出消費者消費能力堅挺，並沒有過多受到高利率的抑制，新屋銷售增幅明顯，體現對經濟增長較為樂觀的預期。歐洲零售受到高利率拖累有明顯跌幅，歐元區通脹連續三個月回落，經濟增長亦放緩，普遍預計歐洲已經到達此次加息終點。日本上調通脹預期，溫和調整YCC政策，對十年期國債利率上限1%僅作為參考點，允許突破。

市場展望與行業配置

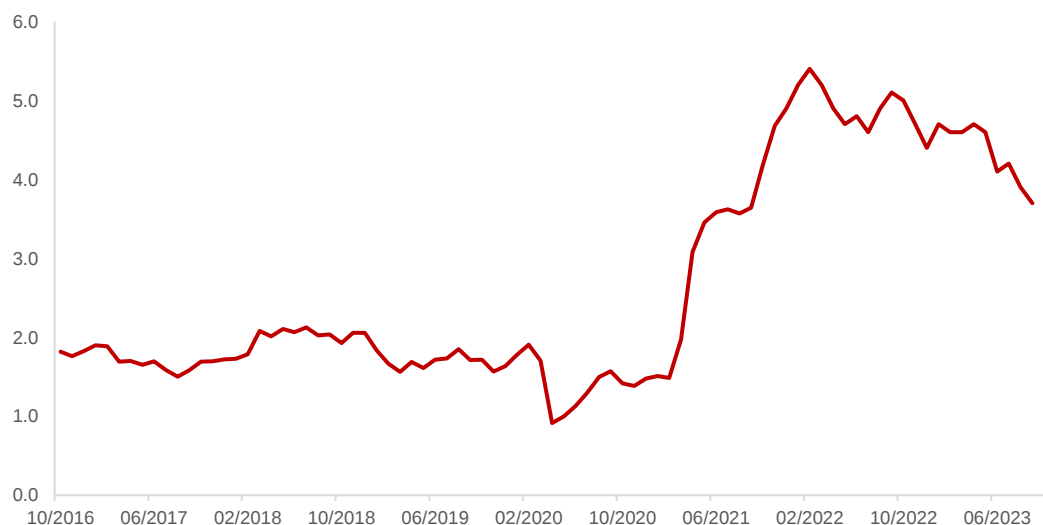
三季度美國經濟數據整體是強勁的，儘管後續可持續性有爭議，目前來看美聯儲“higher for longer”依然是市場普遍認同的。在這種觀點下，美債利率依舊會高位區間振蕩為主，美聯儲依然會數據依賴來調整其利率政策和市場預期。三季度通脹放緩，非農就業人數漲幅較大且勞動力成本依然有增長空間，失業率持續高位一定程度會抑制通脹增長過快，目前來看短時間內也難以回到目標通脹利率。財政部季度融資計劃中長久期債券發行量目前低于預期，保留根據市場情況做出相應調整的空間，由于供給大幅增加而導致的劇烈熊陡是美聯儲不願意看到的局面，因此供給對利率的影響被部分削弱。

經濟數據依然會是引發美債利率波動的主要因素，預計美債曲線會延續陡峭，短端利率受到加息接近尾聲的影響從高位回落的機會較大，長端利率受到金融環境偏緊，企業再融資壓力和通脹維持高短時間難以回到目標通脹水平的多重影響，長端利率依然會在高位區間振蕩，下行空間有限。注意地緣突發事件對利率的影響和超預期的可能引發衰退的數據。日本放開十年期國債利率1%的硬性上限，通脹預期增強，歐元區通脹從高位回落，經濟增長出現放緩，高利率拖累經濟，相較美國可能更早進入降息周期。

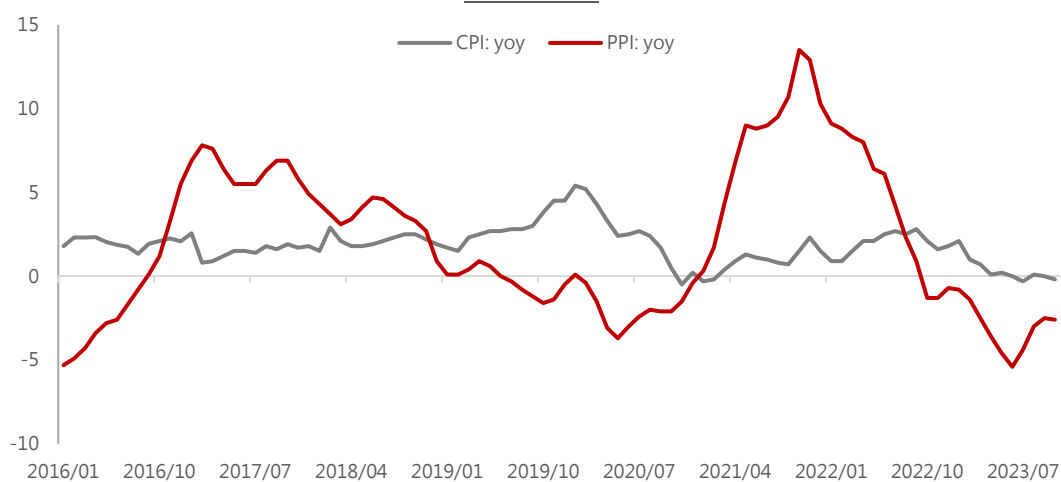
信用債方面，投資者對於信用債和久期依然缺乏明顯方向性，一方面短端債券收益率依舊非常可觀，受到買盤追捧，長端債券不僅受到美債利率波動劇烈，潛在新發也可能會對現有利差重新定價。美國發行人三季報結果是好于預期的，部分緩解了投資級基金和ETF的資金流出，也減少了部分利差走闊幅度。預計十一月美債新發量較十月略微增長，美債需求也會相應增長，信用債利差依然會振蕩，隨著美債利率企穩，經濟增長依然具有韌性，利差也會有收窄空間。

美聯儲相較于上個月略微轉鴿，高評級銀行板塊利差可能相較于其他高評級企業更有收窄空間。中資板塊預計會較為分化，境內外利差依然會持續吸引買家，高評級SOE債券利差依然會維持低位振蕩。綜合來看，技術面上美國國債收益率處于階段性高點，可以擇機建倉，與此同時隨著信用方面仍受到資金持續追捧，信用利差有收窄空間，但仍需對信用利差走寬風險保持謹慎。

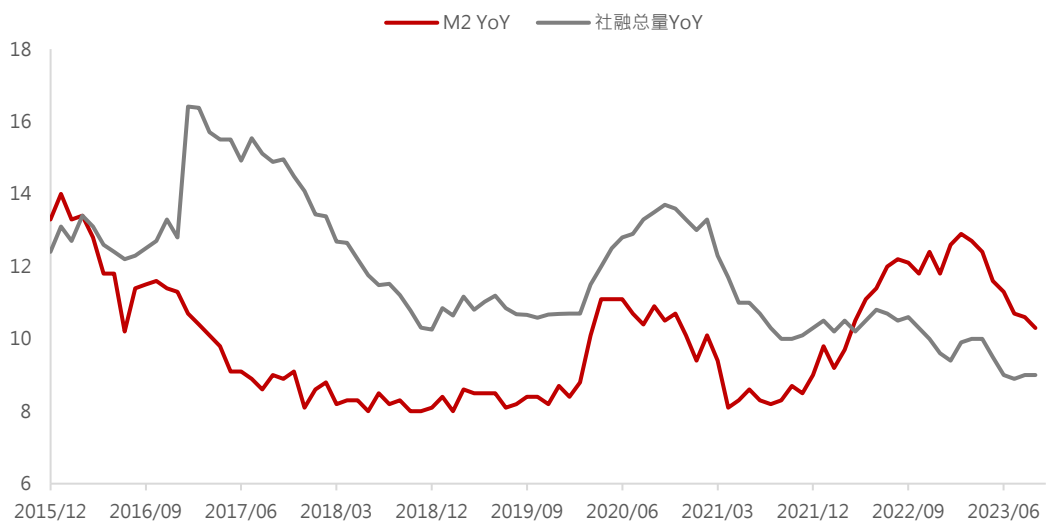
美國核心PCE



中國通脹數據



中國貨幣總量



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

