

# 2024

## 投资展望



# 目录

投资者寄语 03

---

中国股票市场

- 2023中国股票市场回顾 04
  - 中国内生增长因素
  - 外部环境因素
  - 市场因素
- 2024主要配置策略和投资主题

---

全球债券市场

- 2023全球债券市场回顾 14
- 2024宏观环境展望
- 2024全球信用市场展望
- 2024板块展望与配置策略
- 2024人民币展望

---

关于华夏基金(香港)

- 公司简介 18
- 奖项荣誉
- 关注我们



**甘添**  
行政总裁  
华夏基金(香港)

纵观2023重启之年,伴随着疫情的结束,年初之际大家无论对生活、工作和金融市场,都抱有热切的期待。当前大家的生活已经重回正轨,但连续三年疫情所带来的重创,叠加全球复杂经济及地缘环境,2023年金融市场的收官表现,似乎未及预期,全球市场呈现明显分化。

中国股票市场2023年受中国经济复苏不及预期、房地产行业延续下行、海外发达经济体经济增长和加息周期超预期等因素影响,表现落后全球其他主要市场。盈利增长稳健的高息股成为中国股票市场少有的避风港,性价比消费和出海是消费行业为数不多的亮点,电动车、AI和消费电子也有阶段性表现。虽然市场充满挑战,但我们在2023年依然积极挖掘投资机会,努力为投资者获取收益,旗下大中华科技基金和中国聚焦基金在2023年的收益率分列同业前两名。

全球债券市场在2023年延续了较高的波动,一季度银行危机使得市场出现阶段性避险情绪,二三季度美国超预期的财政刺激和充满韧性的经济推升美债利率,最后两个月降息预期的提升,基准利率和信用利差的不断下行令全球债券市场尤其是信用债全年录得较好的回报。中资和亚洲债券市场也延续了结构性调整,大部分本币和外币利率的倒挂使得美元债供给依然处于低位。我们的债券团队在多变且高波动的市场中分散风险,为不同风险偏好的投资人提供适合的产品,力图为投资者提供更好的风险调整后收益,旗下多只全球配置型基金表现领先。

展望2024年,海外发达经济体的加息周期基本结束,美联储预计将于2024年上半年开启降息周期,全球新兴市场的流动性有望改善。中国房地产下行趋势仍在持续但速率趋缓,消费预计延续弱复苏,投资者对中国经济增长和金融市场的悲观预期已经得到较充分的反应,后续有望随着更多积极增长信号和稳增长政策的出现而改善。中国股票市场经过过去3年的下跌,估值处于历史低位,我们对2024年中国股票市场和旗下股票基金的表现充满信心。

债券市场方面,伴随美联储降息周期的开始,美债利率曲线有望逐步恢复正常形态,但同时市场面临美国经济增速放缓,多国选举以及地缘冲突等不确定因素。在当前风险资产估值相对较高的情况下,信用债市场将呈现更多波动,或会形成复合顶和复合底,我们偏重均衡配置,在波动中寻找投资机遇。

新的一年,我们将继续关注ESG,在投资中更多践行ESG理念,助力企业和社会的可持续发展。同时,我们也将积极探索数字货币领域的机会,为投资者提供更多的投资选择。

让我们共同期待全新的2024。

# 中国股票市场

## 2023中国股票市场回顾

2023年,在全球大类资产中,大多数股票市场录得正收益,美国等发达国家股票市场表现突出,黄金也录得14.6%的涨幅。相对而言,中国股票市场总体表现较为弱势,连续第三年表现

落后于全球市场。其中,恒生综合指数下跌13.8%,MSCI中国(美元)指数下跌13.3%,万得全A指数下跌5.2%。

## 2023中国股市全年走势

时间	市场走势	影响因素
1月	延续2022年10月底的反弹趋势	投资者对中国走出疫情和地产政策调整后的经济修复怀有较高期待
2月-4月上旬	市场总体振荡	高频经济数据显示经济复苏力度偏弱
4月下旬-6月	股票市场开始振荡下跌·修正此前较高预期	中国经济修复速度低于市场预期
7月-12月	中国经济表现总体偏弱·美国国债利率开始加速上行·市场再度承压并创出新低	在此期间·虽有中国政府稳经济、稳市场的货币和财政政策、中美关系阶段性改善、美国国债利率见顶后下行等正面因素带来的市场短期反弹·但核心影响因素全球投资者对中国内生增长(即企业盈利)的预期偏弱·最终导致市场反弹难以持续

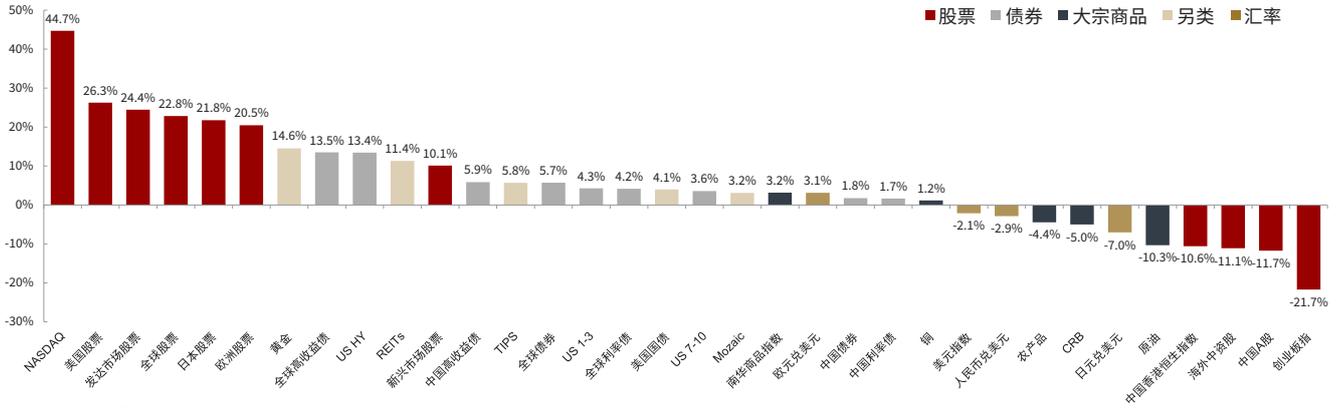
2023年中国内生增长并未受到较为宽松的货币政策推动,一方面因为地产和地方融资平台的问题需要更为长期的解决方案,另一方面2023年中国财政发力不足。较弱的经济增长预期,也令国外投资者信心不足,中国金融市场于2023年整体录得较多的外资流出。

展望2024年,我们目前已经看到一部分消费、投资和出口指标的环比改善,我们判断中国政府在货币、财政和行业上会有进

一步的积极变化,从而推动中国经济增长的企稳。

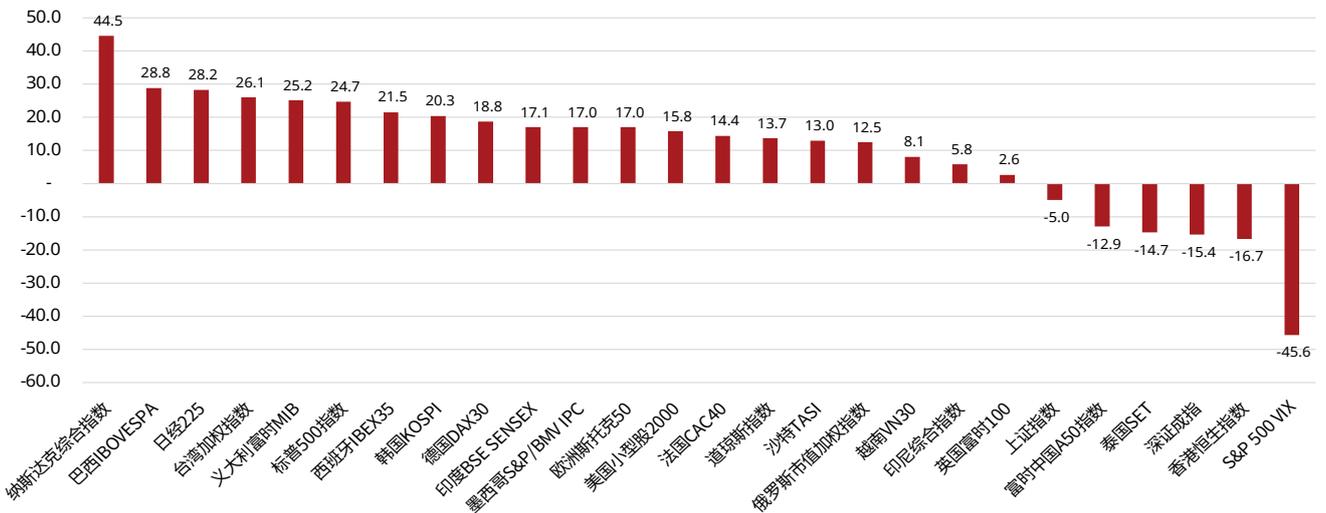
外围环境上,今年多个国家和地区将经历领导人大选,地缘政治和外围环境有一定的不确定性,但我们判断**外围环境对中国股票市场的影响已经边际偏弱,更为核心的影响因素仍是中国自身的增长**。如果中国政府在财政和货币政策上能够更为积极,在地产和地方政府融资平台上出台更多长远解决方案,中国股票市场有望迎来修复。

图1: 2023全球大类资产表现



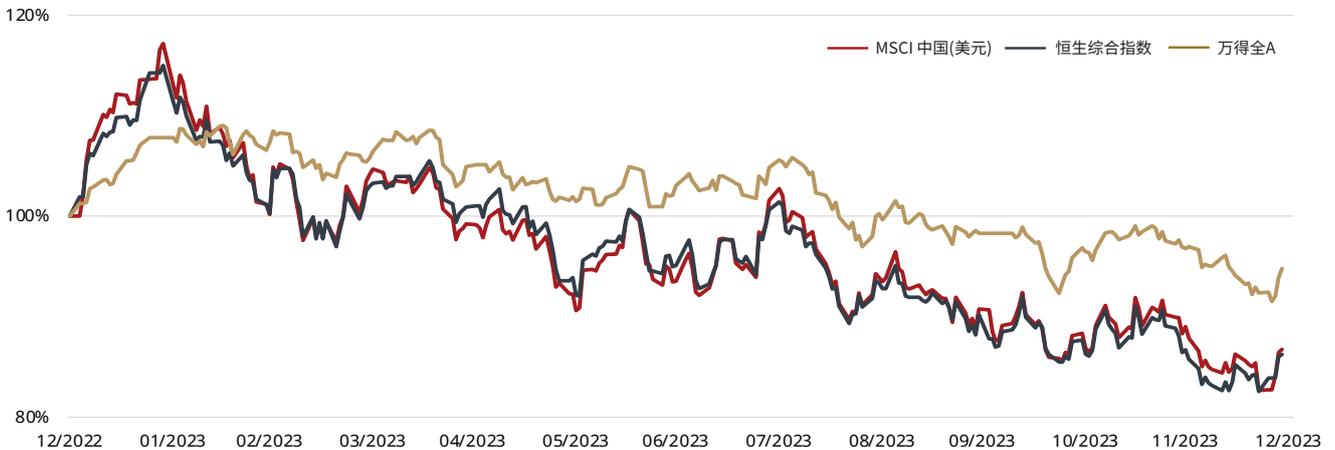
资料来源: 万得、彭博、中金公司, 截止2023年12月31日。

图2: 2023全球主要股指表现



资料来源: INVESTING、华夏基金(香港), 截止2023年12月31日。

图3: 2023中国主要股票指数走势



资料来源: 万得、华夏基金(香港), 截止2023年12月31日。

图4:中国vs美国经济意外指数



资料来源:花旗、万得、半夏投资,截止2023年10月。

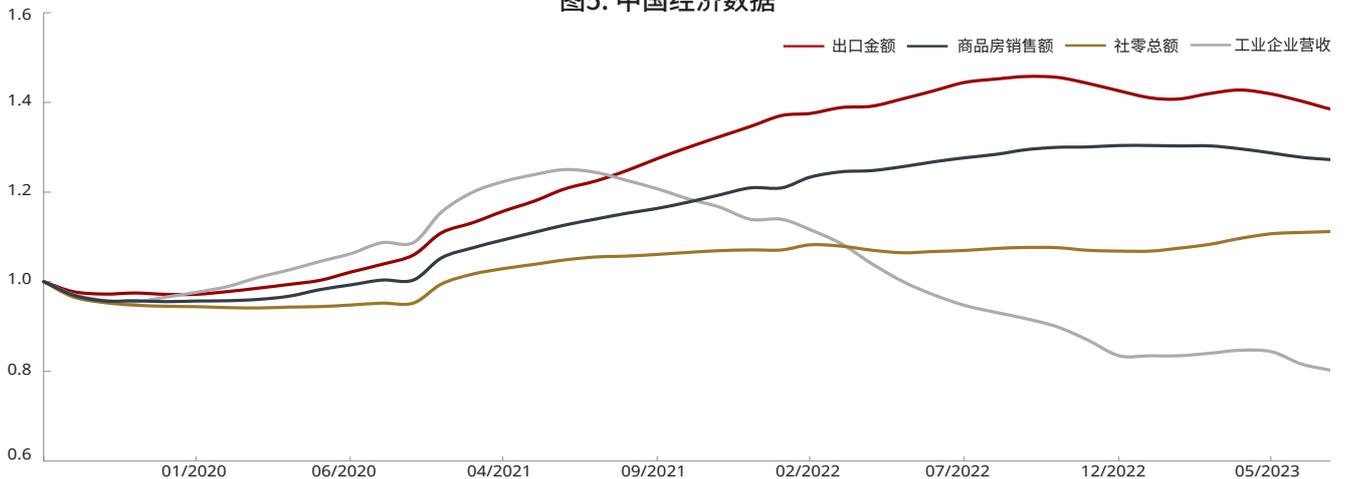
## 中国内生增长因素

### 总量角度

如前文所述,2023年中国股票市场表现较为弱势的核心原因是中国内生经济增长低于年初投资者的预期,对中国经济影响较大的房地产和地方融资平台的结构性问题仍在解决中,同时叠加三季度美债利率大幅提升,中国企业盈利、无风险利

率以及未来信心等几大风险因素偏好都不利于股市的表现。虽然中国政府不断出台货币和财政政策以期稳定经济和市场,但是其力度和速度还未能扭转投资者的悲观预期。

图5:中国经济数据

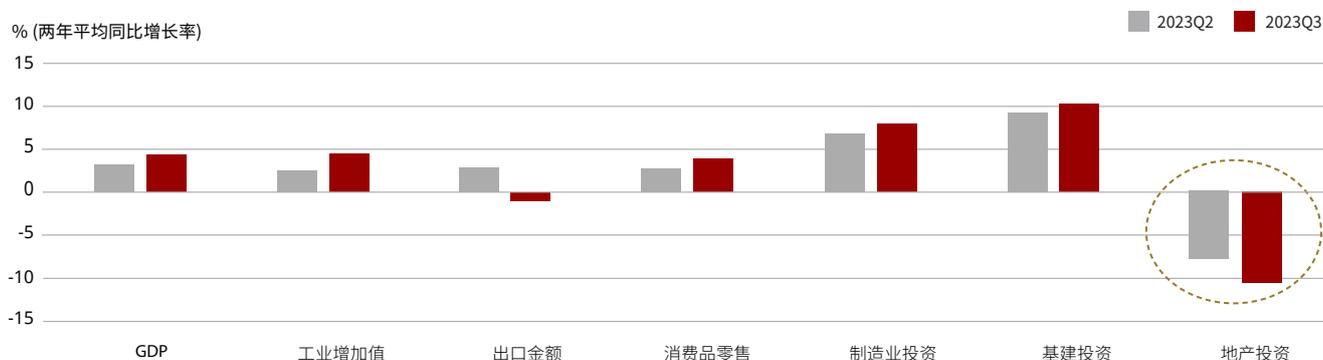


资料来源:光大证券,截止2023年11月30日。

如下图所示，消费、净出口增速在2023年初经历了一定修复之后开始加速下滑，随后相对企稳。但固定资产投资则持续走弱，从年初的5.5%下滑到10月份的2.9%，其中房地产投资

1~10月增速为-9.3%，制造业投资6.2%，基建投资8.3%，可见中国经济内生增长疲弱的拖累主要来自于地产板块。

图 6: 中国经济疲弱主要受地产板块拖累

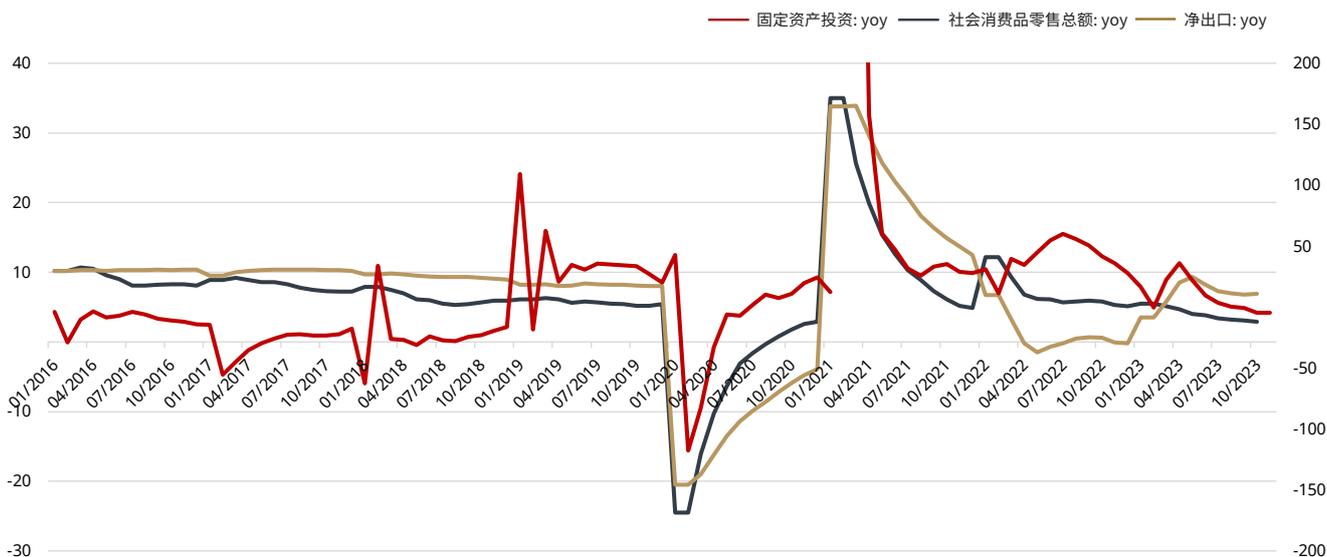


资料来源: 万得、中银证券, 截止2023年9月。

虽然企业、居民和政府的贷款利率都处于历史偏低位置, 但相对宽松的货币环境并未能转化为信用扩张。首当其冲的是居民部门, 信用扩张的需求主要来自于房地产, 目前居民普遍对于未来房产的投资收益较为悲观, 受房价下跌影响, 过去三年居民部门资产负债表有一定程度受损, 而居民对未来收入的预期也偏低, 从而令地产销售于2023年继续受到较大压力,

相应的前端地产投资也受到较大负面影响。政府部门则受限制于地产行业和地方政府融资平台, 总体财政对GDP的贡献比例在2023年下滑, 财政力度成为中美经济走势不同的主要原因。在经济相对弱势的情况下, 财政未能充分发力, 导致中国的经济持续疲弱。

图 7: 中国经济活动



资料来源: 万得、华夏基金(香港), 截止2023年12月。

出口方面, 中国目前虽然面临一定压力, 但已经恢复甚至好于疫情前的状况。展望未来, 全球主要发达国家的库存已经见

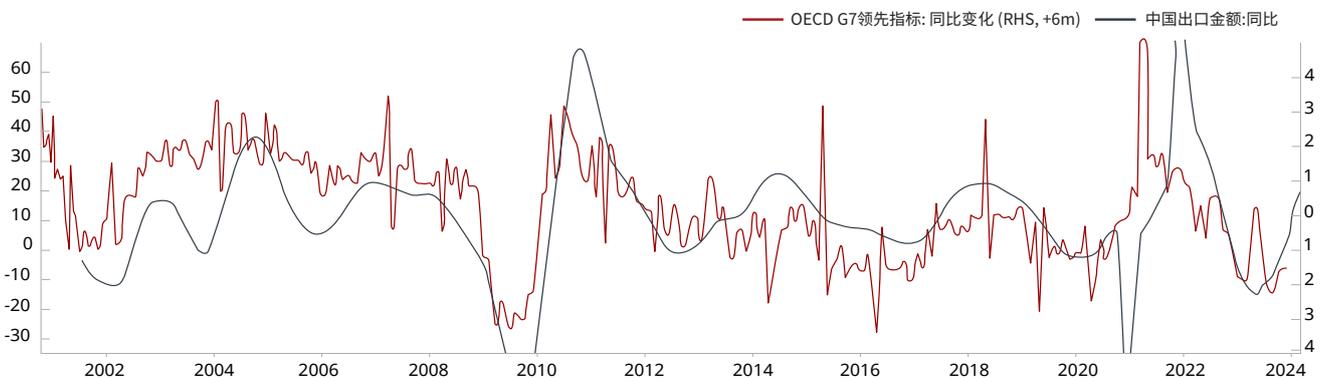
底, 高通胀、高利率以及去库存化带来的全球经济压力或已走到最后阶段, 因此2024年中国的出口有望小幅改善。

图 8: 全球制造业PMI



资料来源: 万得、弘则研究, 截止2023年10月。

图 9: 中国出口指标



资料来源: 万得、弘则研究, 截止2023年10月。

受益于中国结构性转型和竞争力的提升, 中国制造业投资的增长相对较好。消费虽然相对稳健, 但是依然弱于疫情前趋势, 考虑明年社融增速依然相对平稳, 预计消费增速也将保持稳定。基建方面, 预计2024年专项金融工具和自有资金对基

建的支撑都将有所减弱, 表内财政加码对冲(政府债净融资大致与去年持平, 但2023年发行的部分用于今年, 1万亿特别国债配套的贷款需求将在上半年释放), 增速将略低于2023年, 预期维持在6%左右。

图10: 中国vs美国财政赤字



资料来源: 敦和投资, 截止2023年10月。

图11: 中国vs美国GDP增速



我们认为中国政府在货币和财政政策的发力, 并且针对地产和地方融资平台出台更多短期及长期政策将是稳定经济的关键。

# 中国2024年经济增长展望

## 基准情形(概率50%)



### 经济状况

- 地产新开工增速偏弱，未来下降速度趋于平缓
- 财政/基建新开工增速较强，未来增速逐步回落
- 消费走平、出口略微上升
- 社融偏平

### 预计GDP增速

4.7%  
(现有政策实现5%增速的难度较大，下半年政策或存在再度加码的可能性)

### 市场表现

- 内部环境对各类资产价格的影响较为平衡，10年国债中枢点位在2.65%；
- 与2019年类似，但也有不同：(1)外部流动性较弱，对股债的支撑不及2019；(2)信用“开门红”前置到2023年四季度，利率已反映部分定价，债市或呈现“反季节性”走势

## 乐观情形(概率25%)



### 经济状况

- 地产明显改善
- 财政发力超预期(如赤字率超过4%或重启杠杆较高的专项金融工具)
- 社融回升至10%以上

### 预计GDP增速

5%

### 市场表现

- 股强债弱
- 10年国债有望挑战2.8%

## 悲观情形(概率25%)



### 经济状况

- 地产与基准情形类似
- 财政前置发力，2023第四季度就是财政脉冲的高点
- 社融与2023年走势类似，落于9%以下

### 预计GDP增速

4%

### 市场表现

- 债牛股熊延续
- 10年国债中枢再创新低、跌破2.5%

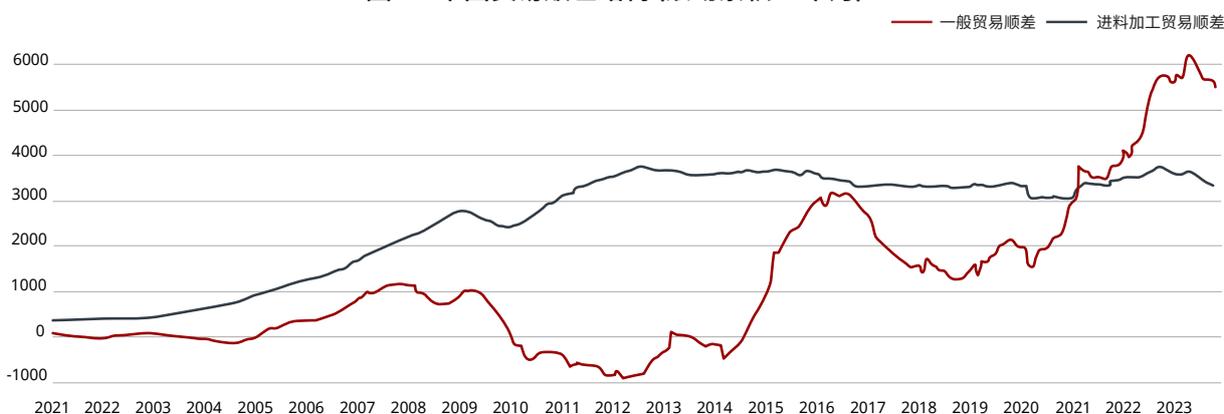
## 结构角度

虽然中国经济受地产行业影响而面临增长压力,但我们也要看到中国经济已经出现良好的结构性变化,中国经济增长动能正逐步转变,其中核心是中国企业的全球竞争力正在不断提升。中国出口数据显示,进料加工贸易

顺差的占比正持续下降,表明中国更多地转向自有产品出口,中国企业竞争力进一步得到提升,产业进一步升级。其中特别突出的是,中国创新药海外授权数量和金额都创出历史新高,证明了中国医药研发实力的提升。

**我们认为中国企业的发展机会主要来自于经济结构变化,包括市场份额提升、全球竞争力提升以及创新驱动。**

图12: 中国贸易顺差结构(滚动累积12个月)



资料来源:万得、弘则研究,截止2023年10月。

## 外部环境因素

### 地缘政治

2024年全球多个国家和地区的大选年,地缘政治因素可能存在一定的不确定性,其可能产生的影响需要持续观察。但我们判断,中国股票市场已经计入了对国际环境不确定性的悲观预期,相关事件对股市的边际影响已经变弱。



### 2024主要地缘政治事件

2024年1月  
中国台湾地区  
领导人选举

2024年2月至  
2024年6月  
美国大选:  
各党举行  
党团会议

2024年3月17日  
俄罗斯总统选举

2024年3月31日  
乌克兰总统选举

2024年中  
美国大选:  
各党举行全国  
代表大会

2024年8月至  
2024年11月  
美国大选:  
公开竞选活动

2024年11月5日  
美国第六十届  
总统大选

资料来源:华夏基金(香港),截止2023年12月。

## 货币环境

2023年初,美元指数受流动性、避险情绪、经济衰退预期等因素影响,在2-6月期间走出两轮短周期波动的行情。而自2023年7月,受美国经济超预期、美债利率大幅走强影响,美元指数持续强势。

目前美元指数对利多因素开始钝化,处于高位震荡走平区间。短期内美国经济虽仍有韧性,但这种韧性是以无节制的财政扩张为代价,美国经济GDP增速相对非美经济体已逐渐处于弱势,而经济增长优势影响对国际资本的吸引力,进而决定了一国货币相较于其他货币的实际价值。

美国相对欧元区的货币宽松是决定美元指数下行的重要基础。当前美欧央行均处于加息尾声,但海外投行普遍预期欧洲央行在2024年9月前不会降息,而美联储降息时间或提前到5月,那么美欧基准利差将出现几个月的时间差。随着经济下行和通胀回落,美联储明年降息概率较大,美国财政赤字也将拖累美元,因此美元指数预计于2024年将呈小幅回落趋势。

随着美国政府财政扩张和居民超额储蓄边际下降,美国经济增长放缓、通胀缓慢回落、美联储降息,美债利率对中国股市的压制作用预计2024年会比之前下降很多。

**综上所述,2024年美元指数和美债利率或将对中国股票市场形成一定支撑,对港股的影响则更为明显。**

图13: 2024十年期美债收益率预期



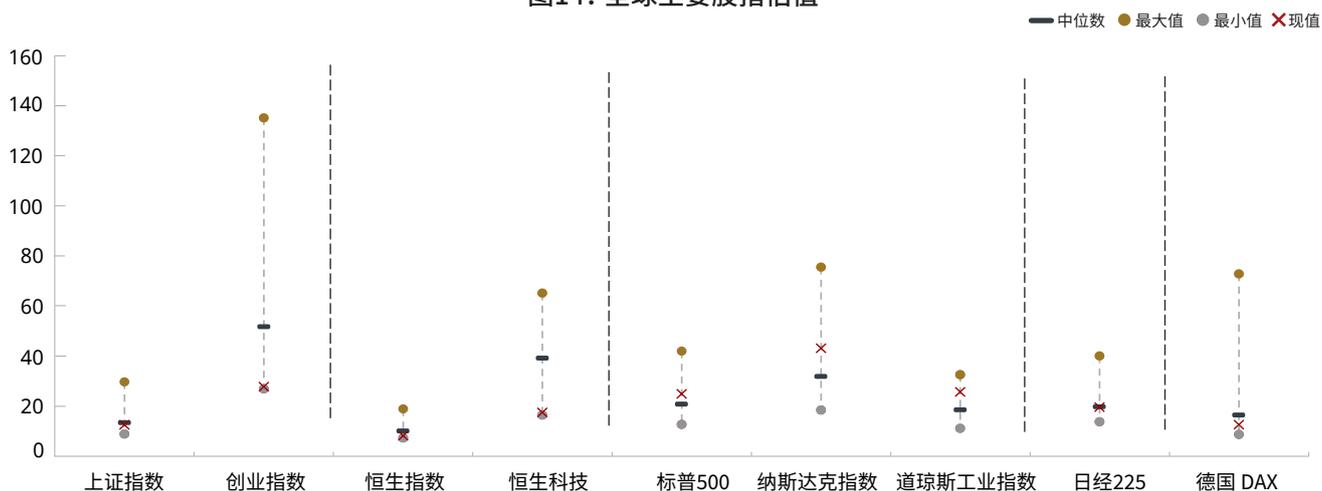
资料来源:华西证券,截止2023年12月31日。

## 市场因素

2023年中国股票市场表现疲弱,海外主动型基金持续流出中国市场,北向资金于2023年8月份之后也持续流出。港股的卖空交易占比处于历史偏高位置。A股和港股的估值已经处于中性偏低水平。目前市场交易已经计入

了较为悲观的盈利、无风险利率和不确定性预期。随着2024年中国经济的好转,尤其是政府出台更多的政策,港股和A股都有望迎来反弹。

图14: 全球主要股指估值



资料来源: 华西证券, 截止2023年12月31日。

图15: A股估值



资料来源: 光大证券, 截止2023年11月。

图16: 港股估值



我们认为A股和港股市场在2024年存在整体修复机会, 全球投资者对于中国经济预期、中美关系、地缘政治、美联储加息等风险因素的情绪好转, 资金流出港股和A股的趋势有望缓解。而当前港股估值处于自2008金融危机以来的历史低位, A股的估值也处于2010年以来的底部位置。

- 全球投资者对中国经济预期过于悲观,对中国经济的长期增长潜力缺乏信心,外资机构对于中国经济近三年的经济增长预期低于世界银行的预测以及中国政府的经济增长指引。首先,我们认为中国政府对于经济增长目标是非常严肃的,会有一系列的货币和财政政策推动信心修复,完成经济目标,如近期的1万亿特别国债;其次,中央金融工作会议,对于化解地方政府融资平台和化解房地产债务问题也有高级别的政策指示,中国不会发生债务危机;再次,中国中央政府有较大的杠杆提升空间,中国政府历史债务兑付记录良好,并且有大量国有资产。投资者无需对于中国经济过于悲观。

- 中美关系、地缘政治、美联储加息等因素导致资金流出香港的趋势有望缓解,中美关系有望进入较为平稳的阶段。美联储加息进入尾声,新兴市场资金流出的趋势有望缓解,对港股的压制将逐步消除。
- 港股和A股处于2010年以来历史底部位置,已经反映了较为悲观的盈利和风险偏好预期;只要对于中国经济在未来三年有相对正面的信心,以当前估值在三年获得正收益是大概率事件。

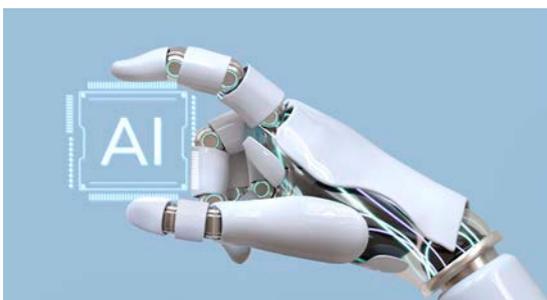
## 聚焦三大投资主题

市场波动中高股息国企有确定性收益;随着海外利率下行,互联网科技/可选消费/生物医药的行业自身成长会带来中长期的投资机会。



### 高分红国有企业

此类企业的估值较低,股息率较高,未来一段时间海外经济转弱、中美关系波动、美联储总体利率维持偏高位置等因素,仍可能造成市场波动,在新的“一利五率”考核要求下,国企的总体经营目标朝着ROE提升和股东回报率提升发展,高分红率在市场波动当中会有确定性溢价。



### 互联网与科技行业

科技行业正在发生新技术革新浪潮,港股互联网龙头通过AI技术实现降本增效、为各行业赋能创新驱动动力。基于中国宏观经济企稳,互联网公司的业绩也将得到支撑;而中长期角度,AI技术革命有望形成新的发展机遇。



### 生物医药行业

该行业在经历了接近三年的估值消化之后,企业估值已经处于历史偏低位置,而近三年大量上市公司的产品研发取得较大进展,市场低位时已经有多家公司产品授权给了全球大型药企,未来生物医药行业的龙头公司将逐步进入盈利阶段,行业的估值稳定性会大幅提升。

# 全球债券市场

## 2023全球债券市场回顾

2023年全球市场复杂多变, 尽管3月份美国银行业危机令风险偏好短暂回落, 但美国经济全年韧性远超市场年初预期, 全球通胀也随着商品价格的下行逐步回落, 整体风险资产反弹, 2022年表现落后的资产在2023年卷土重来。上半年美联储逐步降低加息幅度和频率, 完成4次共100bp加息, 8月以来持续按兵不动, 并在年底释放鸽派降息信号。美债利率全年在高位宽幅波动并维持倒挂, 二季度以来超预期的财政刺激令美债收益率出现阶段性上行, 其中十年期美债收益率在10月

突破5%, 随后在2023年最后两个月大幅回落, 令固定收益类资产全年录得良好的表现。

信用债方面, 除3月外大部分时间信用利差窄幅波动, 在基本面、技术面的共同支撑下, 大部分板块信用利差于2023年底触及全年最低点位, 发达市场中美国跑赢欧洲, 新兴市场中信用利差维度亚洲跑赢欧非, 中东跑赢拉美, 中资美元债呈现投资级利差不断压缩, 民企高收益地产债继续大量违约的旋律。

图 17: 固定收益各板块表现

指数	2020年	2021年	2022年	2023年上半年	2023三季度	2023四季度	2023年
美国国债	8.2%	-2.4%	-12.9%	1.6%	-3.4%	5.8%	3.9%
发达市场主权债	9.3%	-6.9%	-18.0%	0.5%	-4.9%	8.5%	3.6%
美国投资级公司债	9.8%	-1.0%	-15.4%	3.2%	-2.7%	7.9%	8.4%
美国高收益债券	6.2%	5.4%	-11.2%	5.4%	0.3%	7.3%	13.4%
欧洲投资级债券	2.8%	-0.8%	-16.4%	2.1%	-0.8%	6.9%	8.3%
欧洲高收益债券	9.5%	-1.6%	-18.3%	6.9%	-0.8%	9.7%	16.4%
新兴市场公司债	7.8%	-1.9%	-14.8%	3.0%	-1.5%	6.4%	7.9%
亚洲高收益债券	6.2%	-17.5%	-21.8%	0.8%	-2.3%	6.4%	4.8%
亚洲美元债	7.1%	-3.1%	-12.6%	2.8%	-2.0%	6.4%	7.2%
新兴市场主权债	6.9%	-3.6%	-18.8%	3.8%	-3.4%	10.7%	10.9%
中资美元投资级	6.6%	-0.2%	-9.9%	2.9%	-1.4%	5.4%	6.8%
中资美元高收益	9.4%	-33.3%	-33.3%	-12.1%	-12.6%	3.5%	-20.5%

资料来源: 彭博, 截至2023年12月。

## 2024宏观环境展望

进入2024年,市场主旋律从加息尾声逐步转变为降息在即,2023年美国宏观经济表现超预期源于激进的财政政策和疫情阶段居民及企业的财富积累,而这两点在2024年均存在较大退坡的可能性:

- 1) 大选年再次出现大规模财政刺激的可能性下降,美国财政赤字率预计出现回落;
- 2) 居民超额储蓄基本消耗殆尽,就业回归平衡使可支配收入回落,消费趋弱,而企业方面新增实际利率的不断上升,净利息收入下降会抑制投资意愿。

我们因此预计美国经济环比增速相比今年会出现一定回落,并可能在某些季度出现技术性衰退。但基准情形下美国通过极浅衰退安然度过本轮加息周期,出现深度衰退的概率极低。

不同于过往经济周期,本轮加息前经济并未出现非理性泡沫,金融体系、居民和企业的杠杆水平相对健康;此外当前美联储整体政策体系更加完善,对经济的洞察更强,与市场沟通更加紧密,维护经济金融体系意愿更强。

预计美联储或在2024年第二季度开启降息周期,全年降息4次左右,降息终点在3%左右。预计美债利率曲线呈现陡峭化走势,降息启动后短端利率下行确定性较高,而长端利率走势取决于供需和长期经济增长水平,全年降息3-5次,降息周期持续至2025年中,降息终点为3%左右。

2024年的不确定因素更多来自于政治和地缘风险,大量国家进入选举年,去全球化背景下大国间对资源和技术的博弈加剧引发潜在冲突将是影响债市的主要风险因素。

图 18: 宏观环境比较 (2022 vs 2023)

		2022		2023	
		实际	未来预期	实际	未来预期
经济情况	通胀	• 6.5%(广义)/5.7%(核心)	• 广义通胀见顶明显回落	• 3.2%(广义)/4%(核心)	• 核心通胀缓慢回落
	就业	• 285k(3月移动平均)/3.5%(失业率)	• 在结构性问题上依旧较火热	• 204k(3月移动平均)/3.7%(失业率)	• 结构性问题明显好转,趋向平衡
	经济增长	• 1.90%	• 0.3%/65%(衰退概率)	• 2.40%	• 1.2%/50%(衰退概率)
政策情况	美联储发言	• 强调抗击通胀决心,依旧会延续加息并明确表示2023年不会降息		• 将金融条件纳入政策考量,利率已经达到限制性水平,讨论了降息时机	
	财政政策(赤字)	• 5.40%	• 5.90%	• 6.30%	• 5.80%
	政策利率	• 4.25%-4.5%	• 市场定价加息至5%后降息至4.5%	• 5.25%-5.5%	• 市场定价全年降息5-6次至4%
资产价格	2yr 美债	• 4.42%	• 维持高位先上后下	• 4.25%	• 震荡回落至3.5%
	10yr 美债	• 3.87%	• 曲线维持倒挂,仍可能阶段性上行	• 3.87%	• 曲线逐渐走陡,区间波动
	全球信用利差	• 140bp	• 全年震荡,基本收平	• 106bp	• 估值更贵,赔率低
风险与关注点	滞涨风险,商品通胀			服务业通胀回落最后一公里	
	加息幅度超预期			政策利率高位时间超预期	
	美国债务上限谈判			美国大选	
	欧洲衰退风险			中国长期经济风险	

资料来源:彭博,华夏基金(香港)截至2023年12月。

## 2024全球信用市场展望

我们对2024年全球美元信用债市场呈谨慎乐观的态度,2023年上半年全球信用利差和基准利率走势回归负相关,进入下半年再度呈现同向的走势,这表明本轮加息以来大部分时间信用债的整体表现由技术面而非基本面所驱动。历史经验表明,历次周期中首次降息前3个月债券类资产平均表现领跑大类资产,尽管过去两个月收益率出现下降,但**整体信用债收益率依旧处于过去20年具吸引力的水平,长期配置价值较高。**

但从估值维度而言,大部分地区和板块的估值处于历史较贵水平,反映市场对于经济和企业盈利相对乐观,考虑到企业信用基本面指标已经连续3个季度走弱,在当前风险溢价偏低

的时点博弈信用利差进一步压缩的胜率和赔率均较低,当前倾向于提高组合整体资质,在信用利差波动走宽时捕捉交易或配置机会。

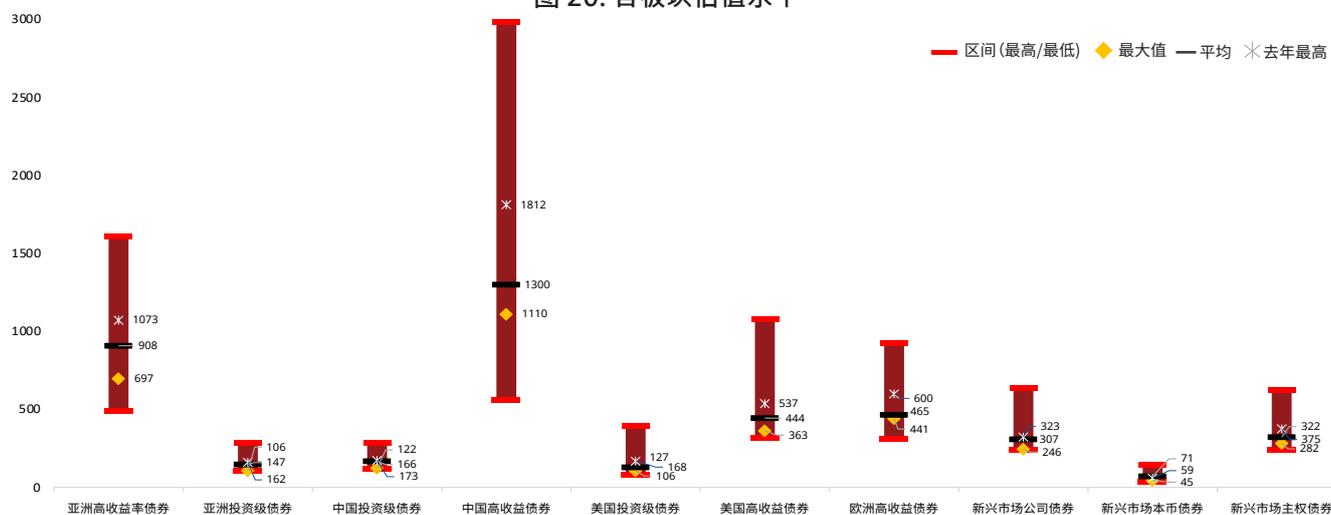
久期方面,2023年长端信用利差相对于短端利差,受供需因素驱动不断收窄,结合我们对于利率曲线走陡的判断,我们认为**目前较好的信用债久期配置点位在5-10年,对整体久期中性观点。**

整体而言,我们预计明年资产价格或呈现多重底的走势,金融体系韧性同时出现全球协同注入流动性的概率低,很难出现单边暴力涨跌的V型走势。

图 19: 过往周期中降息前夕大类资产表现

起始时间	1989-03-06	1995-04-06	2000-10-03	2007-06-18	2019-05-01	平均
结束时间	1989-06-06	1995-07-06	2001-01-03	2007-09-18	2019-08-01	
月数	3	3	3	3	3	3
MSCI 全球	-1.8%	6.3%	-5.5%	-2.0%	0.8%	-0.4%
标普	11.0%	10.2%	-5.2%	-0.3%	1.5%	3.4%
纳指	10.3%	17.4%	-24.2%	1.2%	1.1%	1.1%
恒生指数	-29.7%	12.8%	-6.9%	14.7%	-6.0%	-3.0%
美国利率债	4.6%	6.6%	5.4%	4.8%	4.0%	5.1%
全球投资级信用债	6.1%	7.8%	3.8%	2.2%	5.2%	5.0%
全球高收益信用债	0.0%	5.5%	-2.3%	-1.4%	2.2%	0.8%
工业金属	-18.3%	0.7%	-6.1%	-6.8%	-2.3%	-6.6%
布油	5.8%	-11.2%	-19.4%	7.5%	-16.2%	-6.7%
金现	-5.8%	-2.3%	-1.5%	10.2%	13.2%	2.8%
美元指数	6.7%	-0.5%	-3.5%	-4.2%	0.7%	-0.2%

图 20: 各板块估值水平



资料来源: 彭博, 华夏香港(香港), 截至2023年12月31日。

## 2024板块展望及配置策略

### • 美国投资级别债券

从纵向和横向估值维度, 美国投资级别信用利差已经较好的定价了美国相对于其他地区经济的比较优势, 企业基本面承受一定压力但可控, 收入依旧健康但盈利有所下滑, 明年到期债务和利息支出相比今年上升10-15%。

供需方面有一定支撑, 净供给预计下降, 资管机构预计成为2024年主要需求增量, 相对偏好A评级防御性以及2023年相对落后的板块。

### • 中资美元债

中国境内资产荒以及中美利差倒挂仍会对中资美元债大部分板块提供技术层面支撑, 我们相对看好1) 央企债券、2) 能够抵御宏观风险的价值及长端TMT债券的配置价值。

我们认为中国经济短期仍有一定下行压力, 长期增速中枢下调的确定性较高, 因此我们对于弱资质的城投和民企地产相

对谨慎, 倾向于等待大规模刺激政策落地后再择机加仓。

### • 其他发达市场债券

欧洲的经济结构性挑战大于美国, 我们相对看好欧洲银行债券的投资机遇, 尤其是估值相对有吸引力的二级资本债, 和具逆周期投资属性的高等级优先债券。

亚洲方面, 我们认为日本和澳洲具有较好的配置价值, 这两个地区的经济情况相对较好, 日本核心通胀仍有上行风险, 且相关市场指数基金带来的被动资金流入可能会推动板块信用利差继续压缩。

### • 其他新兴市场债券

部分新兴市场国家已经开始降息, 预计2024年各国内生经济动能依旧较为强劲, 主要不确定因素来源于各国选举和中国需求潜在的下滑, 主要机会来自于发达市场降息带来的资金流入。相对看好印度新能源债券、印尼半主权债券、拉美商品相关标的以及中东类主权长长期债券。

## 两大主题投资机遇

### ESG债券

尽管ESG理念在2023年有所降温，ESG债券发行量同比小幅下降，ESG基金的流入速度也环比趋缓，但随着ESG理念的深入和传统能源价格的回落，ESG相关概念的长期投资前景仍十分光明。

### 离岸人民币债券

在中美利率倒挂，境内监管趋严的背景下，离岸人民币债券尤其是城投板块在过去一年供给大幅增加，且相对境内可比债券仍存在一定溢价，随着市场规模增加，流动性有望提升，我们认为部分高资质发行人的债券存在较好的配置价值，长期看好人民币国际化发展趋势。

## 各板块配置策略

	横向相对估值	风险	短期配置建议	中长期配置建议		
				悲观	中性	乐观
中资	贵	中	中性	高配	中性	中性
亚洲非中资	中	中	略高配	中性	高配	高配
美国	略贵	较小	高配	高配	高配	中性
欧洲	略便宜	较大	中性	低配	低配	高配
其他新兴市场	略便宜	较大	低配	低配	中性	高配
货币市场工具		极小	低配	中性	低配	中性

资料来源：彭博，华夏香港(香港)，截至2023年12月31日。

## 2024人民币展望

### 人民币利率

回顾2023年，中国国债利率曲线呈现“牛平”趋势，短端相比长端日波动更大。2023上半年中国经济复苏不及预期和境内资产荒带动利率下行，年中央行对逆回购、MLF、LPR的连续降息使利率筑底，三、四季度财政大规模发债、化债和资金面抽紧带动利率反弹上行，年末经济基本面因素回归和2024年货币政策宽松发力预期使利率重新下行。另外，在岸利率掉期相比国债利率下行更为顺畅，主要原因是国债受到下半年发债供应盘的影响更大。

展望2024年，预计货币政策仍然维持稳健宽松，并将在年初发力，但需警惕利率快速下行期间的止盈盘；若美联储如市场预期般在年中开始降息，中国央行与之同周期的宽松路径将更为顺畅；预计财政仍将继续在发债化债方面发力，但对地方债和城投的净发行量会有所限制。

总体而言，中国货币政策带动债牛是趋势，而财政发力提供购债机会，利率大趋势维持下行。

### 人民币汇率

回顾2023年，离岸掉期主要随人民币利率整体下行，人民币整体呈现贬值走势，美元兑离岸人民币汇率从开年的6.93升至7.37，收在7.12。前端最显著的反弹来自于八、九月央行抽紧资金防止外汇套利；对应的是即期汇率在美元显著走强下稳定在了7.27-7.33区间波动，之后随着美元走弱，即期汇率开始下行。

展望2024年，外汇汇率作为中美相对价值的比较结果，未来走势并不清晰，中美两边都有着不确定性，美国的不确定性来自美国经济着陆、通胀下行速度、美联储转向力度，中国方面则来自经济复苏进度、地产板块修复、政策支持力度、股市表现等不确定性因素。从全球货币角度来看，美元指数也会受到其他G10国家经济和货币政策的影响。

2024年大概率是一个相对价值比较和寻找短期机会的一年，美元未必在上半年显著转弱，中国基本面有待观察，人民币显著走强行情或需等待年中美联储开启首次降息后才能出现。

# 关于华夏基金(香港)

华夏基金(香港)是香港市场领先的资产管理公司,作为华夏基金的海外子公司,我们成立于2008年9月,是首批出海的中资资产管理公司。我们的母公司华夏基金是中国规模最大的基金公司之一,拥有25年资产管理经验,总资产管理规模近1.9万亿港元,服务于2.13亿零售投资者,22.8万机构客户。

华夏基金(香港)扎根香港,放眼全球,经过15年的发展,建立起实力雄厚的本土化投研团队,为客户提供涵盖全球ETF、股票及债券主动管理基金、货币市场基金、杠杆及反向产品、对冲基金、专户、投顾等多元化、全球化的一站式投资解决方案平台,力求在任何市况下,都能够给客户提供适合的投资产品。

华夏基金(香港)与母公司共享200+投研团队资源,通过具纪律性的投资流程和深度的研究覆盖,致力为投资者实现卓越的长期回报。目前华夏基金(香港)已经累积荣获80+业界重大奖项,投资实力和投资业绩经受验证,备受信赖。

## 产品策略

主动策略		
股票	债券	货币市场
<ul style="list-style-type: none"><li>A股长仓策略</li><li>港股长仓策略</li><li>大中华股票长短仓策略</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>亚洲ESG债券</li><li>亚洲债券</li><li>全球投资级别债券</li><li>人民币投资级别债券</li><li>全球多元收益</li><li>固定收益配置(短债)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>港元货币基金</li><li>美元货币基金</li><li>人民币货币ETF(非上市份额)</li></ul>
ETPs		
大中华股票	亚洲股票	全球股票
<ul style="list-style-type: none"><li>沪深300 ETF</li><li>MSCI 中国 A50 互联互通 ETF</li><li>恒指 ESG ETF</li><li>恒生科技ETF</li><li>香港生物科技 ETF</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>亚洲高息ETF</li><li>日本股票(美元对冲) ETF</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>纳斯达克100 ETF</li><li>欧洲股票(美元对冲) ETF</li></ul>
债券及货币市场	杠杆及反向	
<ul style="list-style-type: none"><li>亚洲美元投资级别债券ETF</li><li>人民币货币ETF</li><li>中国国债 + 政策性银行债券指数ETF</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>纳斯达克100 每日2倍杠杆</li><li>纳斯达克100 每日1倍反向</li><li>纳斯达克100 每日2倍反向</li></ul>	

# 80+ 奖项



## 近期重磅奖项

### Benchmark 指标

#### 2023年度基金大奖

- 中国股票ETF发行商
- 另类投资-长短仓股票
- 年度最佳中国A股ETF
- 年度最佳全球债券基金

### Insights&Mandate

#### 2023专业投资大奖

- 全球综合债券(3年)
- 亚洲债券(3年)
- 中国A股基金(3年&5年)
- 年度最佳ESG基金

### Refinitiv

#### 2023 Lipper理柏基金大奖

- 最佳中国股票基金 - 香港地区
- 最佳亚太区高收益债券基金(3年&5年) - 香港地区

### Asia Asset Management

#### 2023 Best of the Best Awards

- 香港地区最佳中资基金公司

### The Asset 财资

#### 2023 Triple A可持续投资大奖

- 最佳境外公募基金公司

### 中国证券报

#### 第七届中国海外基金金牛奖

- 三年期金牛海外中国股票基金

### 中国基金报

#### 2023海外基金英华奖

- 大中华ETF(1年期)

Benchmark 2023年度基金大奖: Benchmark, 截至2023年11月29日; Refinitiv 2023 Lipper理柏基金大奖: Refinitiv, 截至2023年5月9日; Insights&Mandate (I&M) 2023专业投资大奖: 投资洞见与委托, 截至2023年3月6日; The Asset财资2023 Triple A可持续投资大奖: The Asset Publishing and Research Ltd, 截至2023年6月5日; Asia Asset Management 2023 Best of the Best Awards: Asia Asset Management, Asia-Pacific Media Limited, 截至2023年2月3日; 中国证券报第七届中国海外基金金牛奖: 中国证券报, 截至2023年9月26日; 中国基金报 2023海外基金英华奖: 中国基金报, 截至12月5日。

## 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。于制作本数据时,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。



[www.chinaamc.com.hk](http://www.chinaamc.com.hk)

华夏基金(香港)有限公司  
香港花园道1号中银大厦37楼

产品查询及客户服务  
电话: (852) 3406 8686  
电邮: [hkservice@chinaamc.com](mailto:hkservice@chinaamc.com)



微信



LinkedIn



Facebook



富途

关注我们: 华夏基金香港