



華夏基金(香港)
China AMC (HK)



2024

投資展望



目錄

投資者寄語	03
-------	----

中國股票市場	• 2023中國股票市場回顧	04
	• 中國內生增長因素	
	• 外部環境因素	
	• 市場因素	
	• 2024主要配置策略和投資主題	

全球債券市場	• 2023全球債券市場回顧	14
	• 2024宏觀環境展望	
	• 2024全球信用市場展望	
	• 2024板塊展望與配置策略	
	• 2024人民幣展望	

關於華夏基金 (香港)	• 公司簡介	18
	• 獎項榮譽	
	• 關注我們	



甘添

行政總裁
華夏基金(香港)

縱觀2023重啟之年，伴隨着疫情的結束，年初之際大家無論對生活、工作和金融市場，都抱有熱切的期待。當前大家的生活已經重回正軌，但連續三年疫情所帶來的重創，疊加全球複雜經濟及地緣環境，2023年金融市場的收官表現，似乎未及預期，全球市場呈現明顯分化。

中國股票市場2023年受中國經濟復蘇不及預期、房地產行業延續下行、海外發達經濟體經濟增長和加息周期超預期等因素影響，表現落後全球其他主要市場。盈利增長穩健的高息股成為中國股票市場少有的避風港，性價比消費和出海是消費行業為數不多的亮點，電動車、AI和消費電子也有階段性表現。雖然市場充滿挑戰，但我們在2023年依然積極挖掘投資機會，努力為投資者獲取收益，旗下大中華科技基金和中國聚焦基金在2023年的收益率分列同業前兩名。

全球債券市場在2023年延續了較高的波動，一季度銀行危機使得市場出現階段性避險情緒，二三季度美國超預期的財政刺激和充滿韌性的經濟推升美債利率，最後兩個月降息預期的提升，基準利率和信用利差的不斷下行令全球債券市場尤其是信用債全年錄得較好的回報。中資和亞洲債券市場也延續了結構性調整，大部分本幣和外幣利率的倒掛使得美元債供給依然處於低位。我們的債券團隊在多變且高波動的市場中分散風險，為不同風險偏好的投資人提供適合的產品，力圖為投資者提供更好的風險調整后收益，旗下多隻全球配置型基金表現領先。

展望2024年，海外發達經濟體的加息周期基本結束，美聯儲預計將於2024年上半年開啟降息周期，全球新興市場的流動性有望改善。中國房地產下行趨勢仍在持續但速率趨緩，消費預計延續弱復蘇，投資者對中國經濟增長和金融市場的悲觀預期已經得到較充分的反應，後續有望隨着更多積極增長信號和穩增長政策的出現而改善。中國股票市場經過過去3年的下跌，估值處於歷史低位，我們對2024年中國股票市場和旗下股票基金的表現充滿信心。

債券市場方面，伴隨美聯儲降息周期的開始，美債利率曲線有望逐步恢復正常形態，但同時市場面臨美國經濟增速放緩，多國選舉以及地緣衝突等不確定因素。在當前風險資產估值相對較高的情況下，信用債市場將呈現更多波動，或會形成複合頂和複合底，我們偏重均衡配置，在波動中尋找投資機遇。

新的一年，我們將繼續關注ESG，在投資中更多踐行ESG理念，助力企業和社會的可持續發展。同時，我們也將積極探索數字貨幣領域的機會，為投資者提供更多的投資選擇。

讓我們共同期待全新的2024。

中國股票市場

2023中國股票市場回顧

2023年，在全球大類資產中，大多數股票市場錄得正收益，美國等發達國家股票市場表現突出，黃金也錄得14.6%的漲幅。相對而言，中國股票市場總體表現較為弱勢，連續第三年表現

落後於全球市場。其中，恆生綜合指數下跌13.8%，MSCI中國(美元)指數下跌13.3%，萬得全A指數下跌5.2%。

2023中國股市全年走勢

時間	市場走勢	影響因素
1月	延續2022年10月底的反彈趨勢	投資者對中國走出疫情和地產政策調整后的經濟修復懷有較高期待
2月-4月上旬	市場總體振蕩	高頻經濟數據顯示經濟復蘇力度偏弱
4月下旬-6月	股票市場開始振蕩下跌，修正此前較高預期	中國經濟修復速度低於市場預期
7月-12月	中國經濟表現總體偏弱，美國國債利率開始加速上行，市場再度承壓並創出新低	在此期間，雖有中國政府穩經濟、穩市場的貨幣和財政政策、中美關係階段性改善、美國國債利率見頂後下行等正面因素帶來的市場短期反彈，但核心影響因素全球投資者對中國內生增長(即企業盈利)的預期偏弱，最終導致市場反彈難以持續

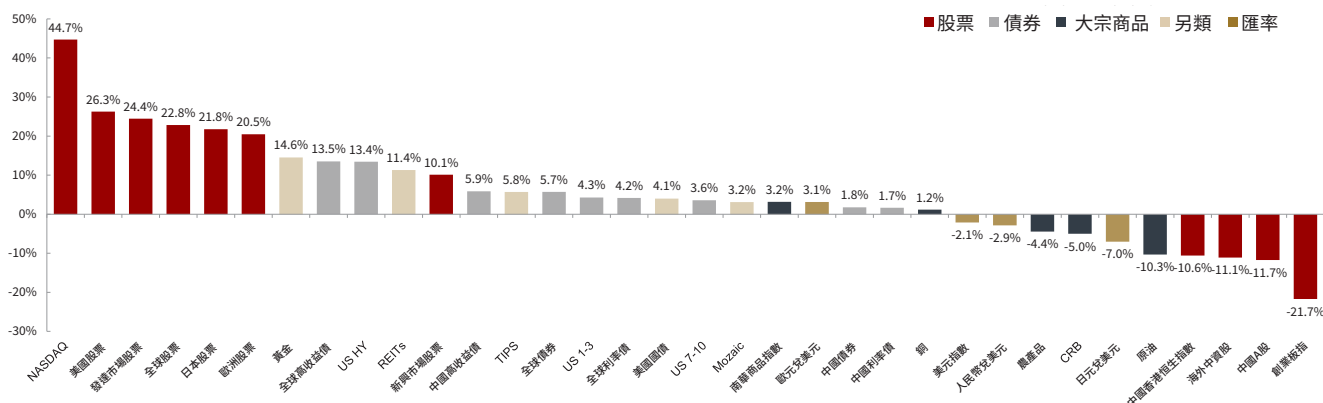
2023年中國內生增長並未受到較為寬鬆的貨幣政策推動，一方面因為地產和地方融資平台的問題需要有更為長期的解決方案，另一方面2023年中國財政發力不足。較弱的經濟增長預期，也令國外投資者信心不足，中國金融市場於2023年整體錄得較多的外資流出。

展望2024年，我們目前已經看到一部分消費、投資和出口指標的環比改善，我們判斷中國政府在貨幣、財政和行業上會有進

一步的積極變化，從而推動中國經濟增長的企穩。

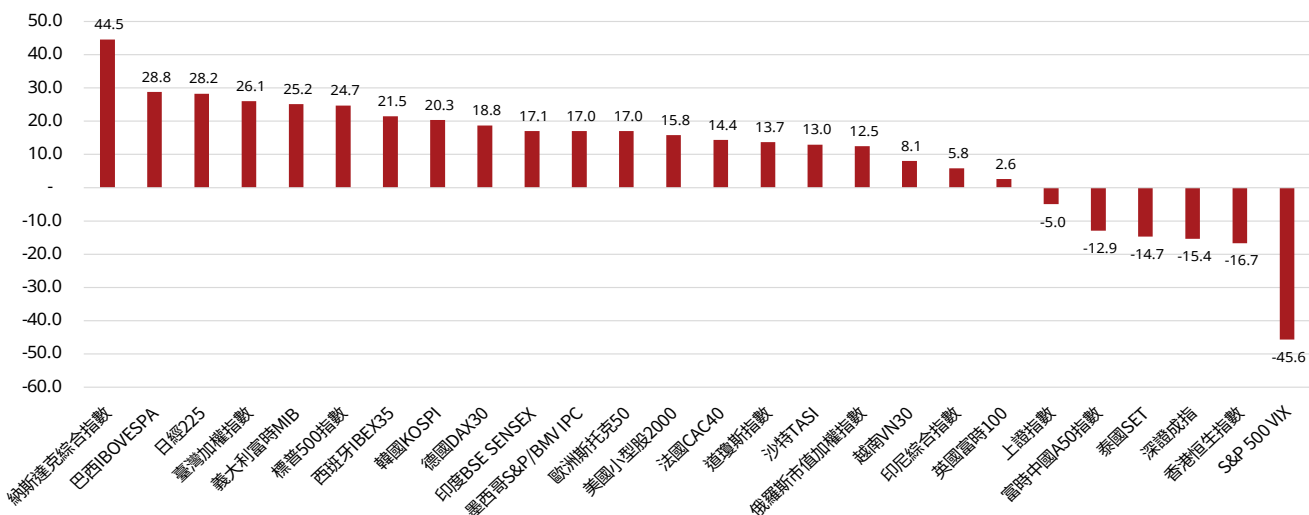
外圍環境上，今年多個國家和地區將經歷領導人大選，地緣政治和外圍環境有一定的不確定性，但我們判斷外圍環境對中國股票市場的影響已經邊際偏弱，更為核心的影響因素仍是中國自身的增長。如果中國政府在財政和貨幣政策上能夠更為積極，在地產和地方政府融資平台上出台更多長遠解決方案，中國股票市場有望迎來修復。

圖1: 2023全球大類資產表現



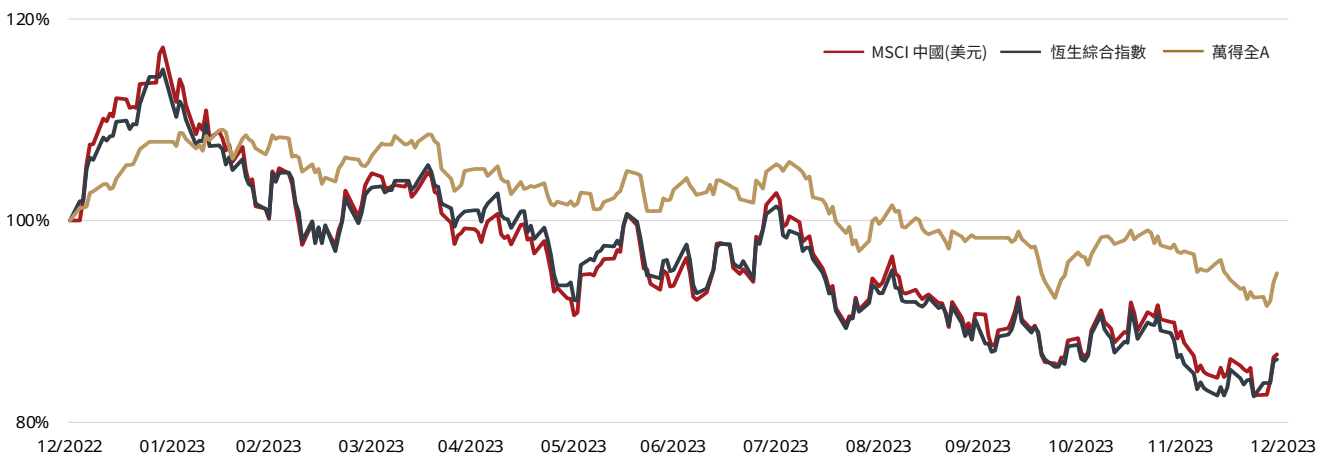
資料來源: 萬得、彭博、中金公司, 截止2023年12月31日。

圖2: 2023全球主要股指表現



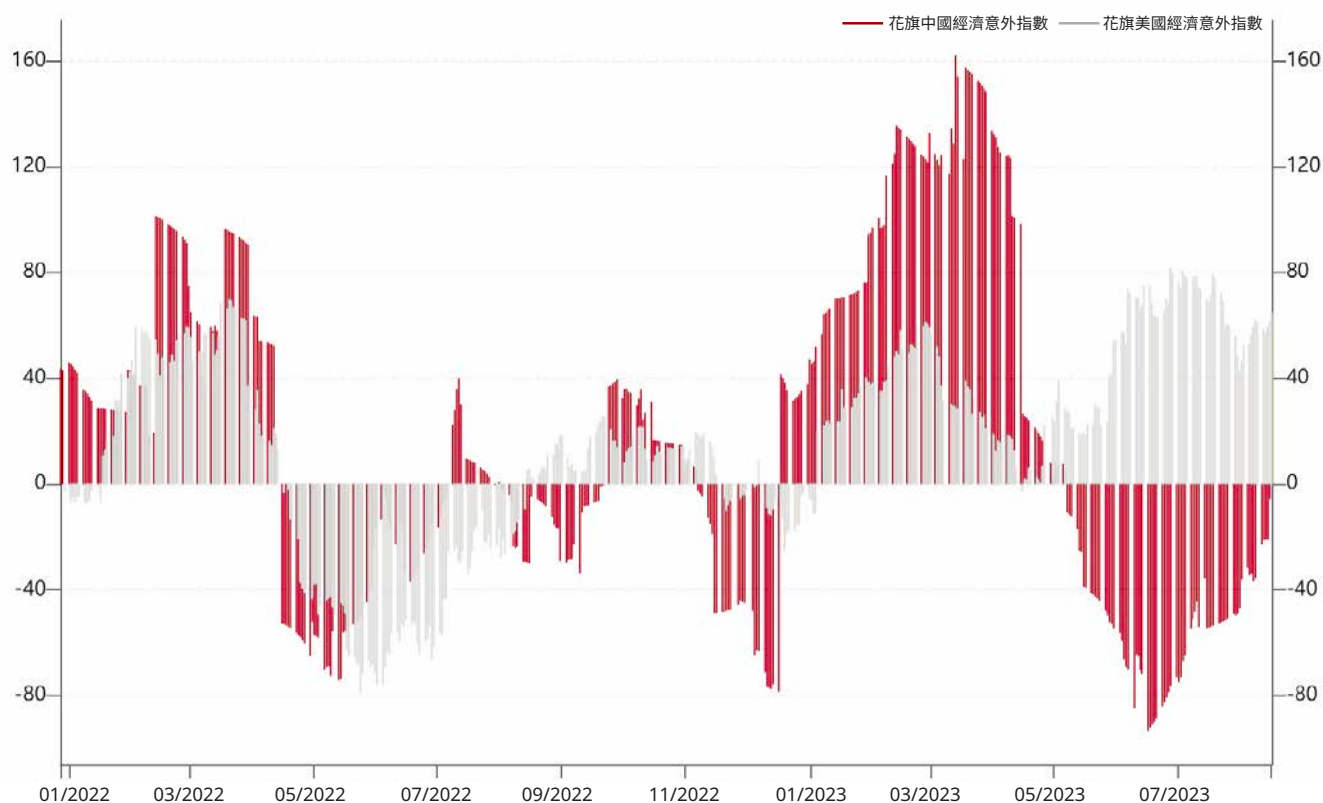
資料來源: INVESTING、華夏基金(香港), 截止2023年12月31日。

圖3: 2023中國主要股票指數走勢



資料來源: 萬得、華夏基金(香港), 截止2023年12月31日。

圖4:中國vs美國經濟意外指數



資料來源:花旗、萬得、半夏投資,截止2023年10月。

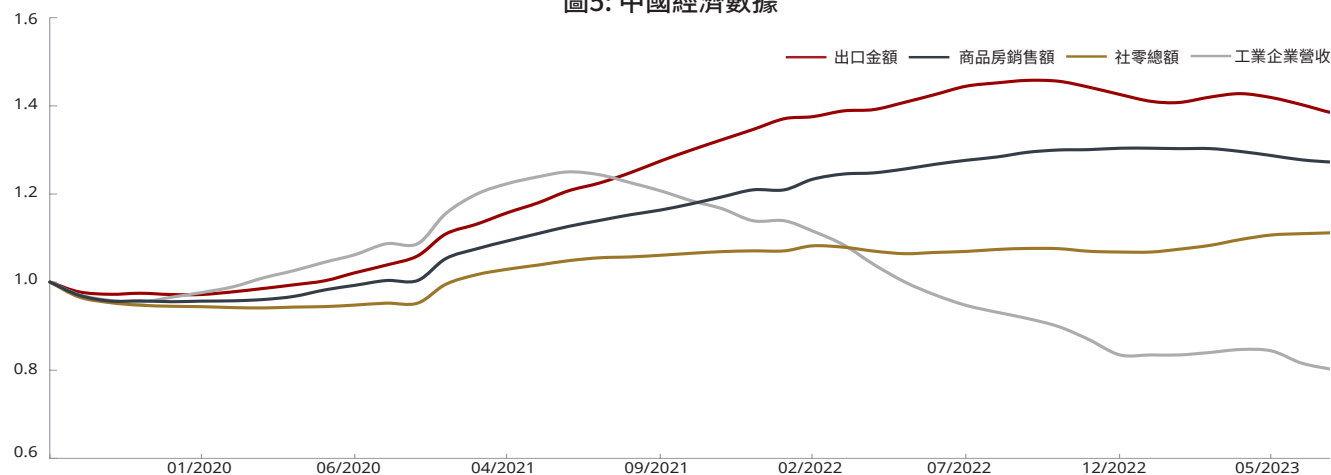
中國內生增長因素

總量角度

如前文所述,2023年中國股票市場表現較為弱勢的核心原因是中國內生經濟增長低於年初投資者的預期,對中國經濟影響較大的房地產和地方融資平台的結構性問題仍在解決中,同時疊加三季度美債利率大幅提升,中國企業盈利、無風險利

率以及未來信心等幾大風險因素偏好都不利於股市的表現。雖然中國政府不斷出台貨幣和財政政策以期穩定經濟和市場,但是其力度和速度還未能扭轉投資者的悲觀預期。

圖5: 中國經濟數據

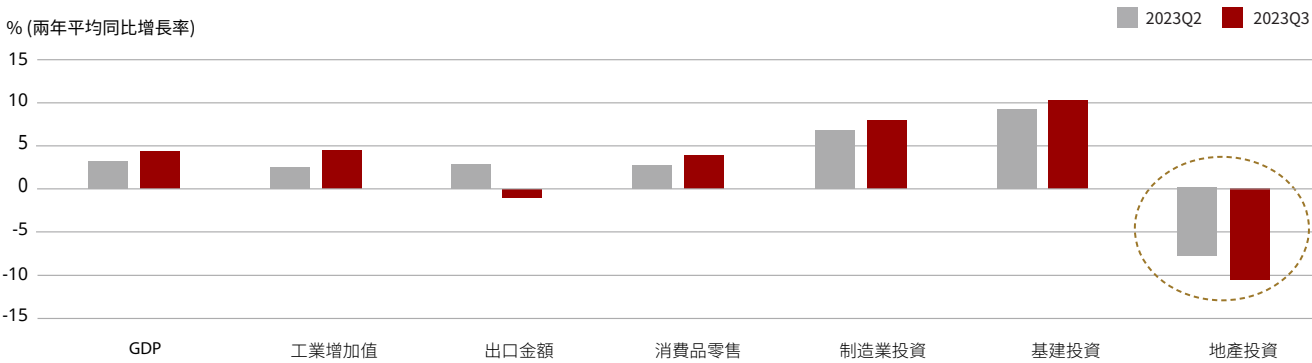


資料來源:光大證券,截止2023年11月30日。

如下圖所示，消費、淨出口增速在2023年初經歷了一定修復之後開始加速下滑，隨後相對企穩。但固定資產投資則持續走弱，從年初的5.5%下滑到10月份的2.9%，其中房地產投資

1~10月增速為-9.3%，製造業投資6.2%，基建投資8.3%，可見中國經濟內生增長疲弱的拖累主要來自於地產板塊。

圖 6: 中國經濟疲弱主要受地產板塊拖累

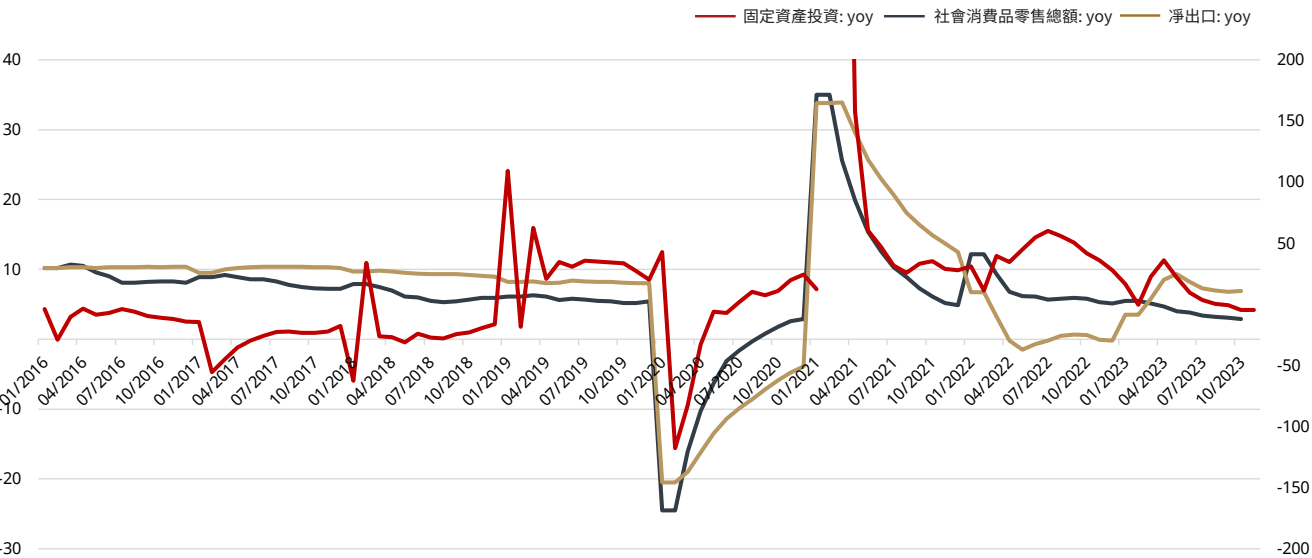


資料來源：萬得、中銀證券，截止2023年9月。

雖然企業、居民和政府的貸款利率都處於歷史偏低位置，但相對寬鬆的貨幣環境並未能轉化為信用擴張。首當其衝的是居民部門，信用擴張的需求主要來自於房地產，目前居民普遍對於未來房產的投資收益較為悲觀，受房價下跌影響，過去三年居民部門資產負債表有一定程度受損，而居民對未來收入的預期也偏低，從而令地產銷售於2023年繼續受到較大壓力，

相應的前端地產投資也受到較大負面影響。政府部門則受限制於地產行業和地方政府融資平台，總體財政對GDP的貢獻比例在2023年下滑，財政力度成為中美經濟走勢不同的主要原因。在經濟相對弱勢的情況下，財政未能充分發力，導致中國的經濟持續疲弱。

圖7: 中國經濟活動

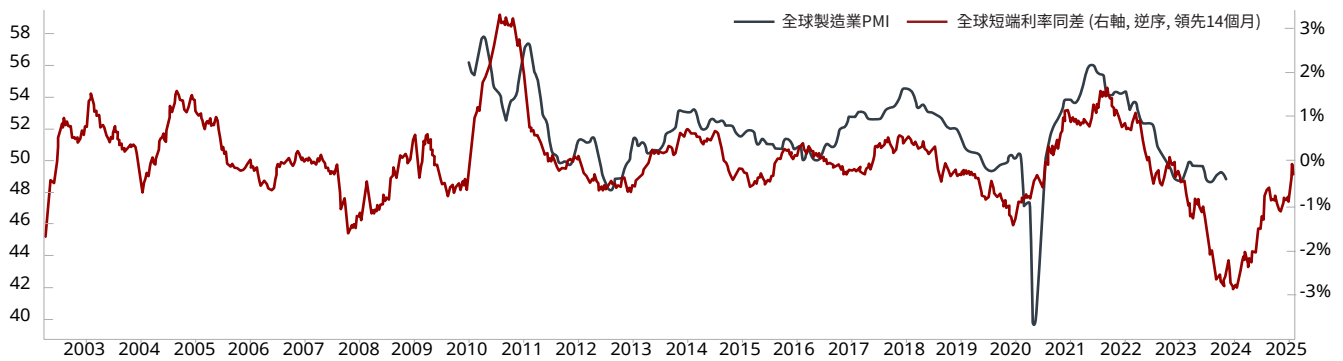


資料來源：萬得、華夏基金(香港)，截止2023年12月。

出口方面，中國目前雖然面臨一定壓力，但已經恢復甚至好於疫情前的狀況。展望未來，全球主要發達國家的庫存已經見

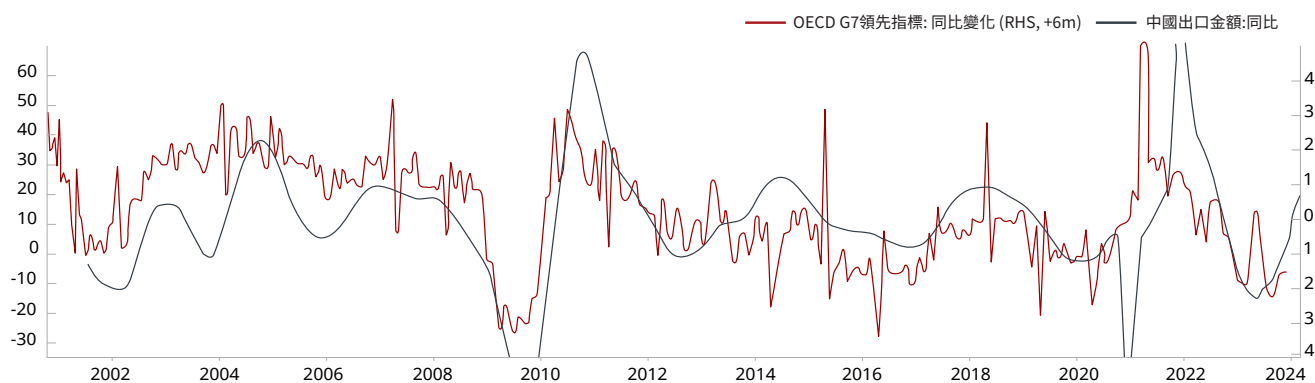
底，高通脹、高利率以及去庫存化帶來的全球經濟壓力或已走到最後階段，因此2024年中國的出口有望小幅改善。

圖 8: 全球製造業PMI



資料來源：萬得、弘則研究，截止2023年10月。

圖 9: 中國出口指標

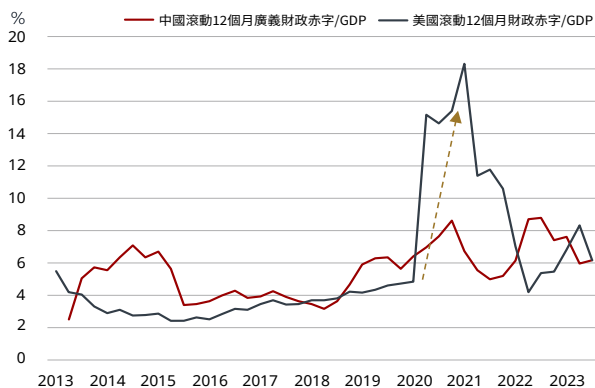


資料來源：萬得、弘則研究，截止2023年10月。

受益於中國結構性轉型和競爭力的提升，中國製造業投資的增長相對較好。消費雖然相對穩健，但是依然弱於疫情前趨勢，考慮明年社融增速依然相對平穩，預計消費增速也將保持穩定。基建方面，預計2024年專項金融工具和自有資金對基

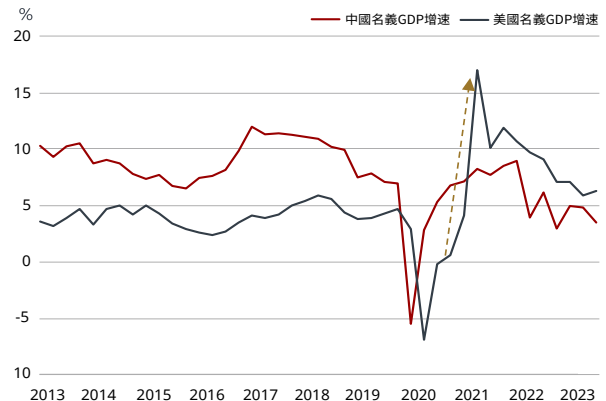
建的支撐都將有所減弱，表內財政加碼對沖（政府債淨融資大致與去年持平，但2023年發行的部分用於今年，1萬億特別國債配套的貸款需求將在上半年釋放），增速將略低於2023年，預期維持在6%左右。

圖10：中國vs美國財政赤字



資料來源：敦和投資，截止2023年10月。

圖11：中國vs美國GDP增速



我們認為中國政府在貨幣和財政政策的發力，並且針對地產和地方融資平台出台更多短期及長期政策將是穩定經濟的關鍵。

中國2024年經濟增長展望

基準情形(概率50%)

經濟狀況

- 地產新開工增速偏弱，未來下降速度趨於平緩
- 財政/基建新開工增速較強，未來增速逐步回落
- 消費走平、出口略微上升
- 社融偏平

預計GDP增速

4.7%
(現有政策實現5%增速的難度較大，下半年政策或存在再度加碼的可能性)

市場表現

- 內部環境對各類資產價格的影響較為平衡，10年國債中樞點位在2.65%；
- 與2019年類似，但也有不同：(1)外部流動性較弱，對股債的支撐不及2019；(2)信用“開門紅”前置到2023年四季度，利率已反映部分定價，債市或呈現“反季節性”走勢

樂觀情形(概率25%)

經濟狀況

- 地產明顯改善
- 財政發力超預期 (如赤字率超過4%或重啟槓桿較高的專項金融工具)
- 社融回升至10%以上

預計GDP增速

5%

市場表現

- 股強債弱
- 10年國債有望挑戰2.8%

悲觀情形(概率25%)

經濟狀況

- 地產與基準情形類似
- 財政前置發力，2023第四季度就是財政脈衝的高點
- 社融與2023年走勢類似，落於9%以下

預計GDP增速

4%

市場表現

- 債牛股熊延續
- 10年國債中樞再創新低、跌破2.5%

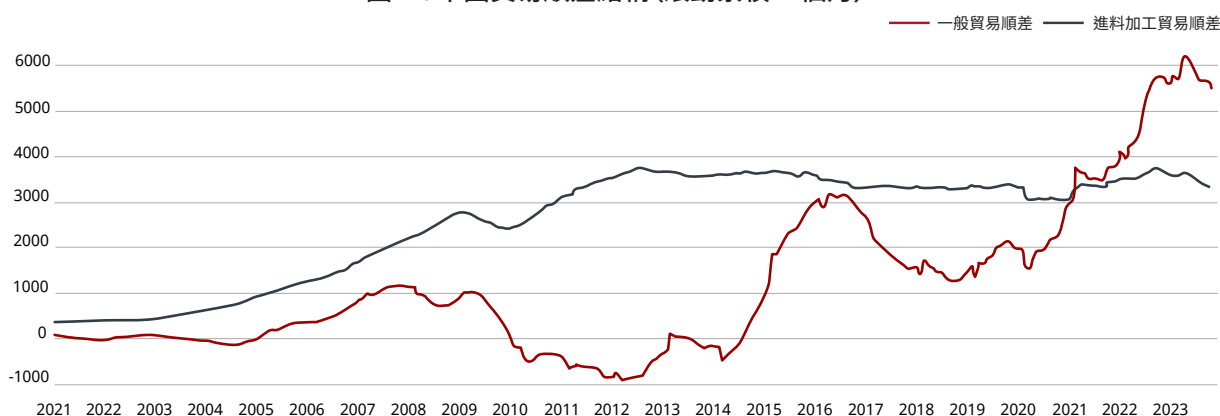
結構角度

雖然中國經濟受地產行業影響而面臨增長壓力，但我們也要看到中國經濟已經出現良好的結構性變化，中國經濟增長動能正逐步轉變，其中核心是中國企業的全球競爭力正在不斷提升。中國出口數據顯示，進料加工貿易

順差的佔比正持續下降，表明中國更多地轉向自有產品出口，中國企業競爭力進一步得到提升，產業進一步升級。其中特別突出的是，中國創新藥海外授權數量和金額都創出歷史新高，證明了中國醫藥研發實力的提升。

我們認為中國企業的發展機會主要來自於經濟結構變化，包括市場份額提升、全球競爭力提升以及創新驅動。

圖12: 中國貿易順差結構(滾動累積12個月)



資料來源：萬得、弘則研究，截止2023年10月。

外部環境因素

地緣政治

2024年是全球多個國家和地區的大選年，地緣政治因素可能存在一定的不確定性，其可能產生的影響需要持續觀察。但我們判斷，中國股票市場已經計入了對國際環境不確定性的悲觀預期，相關事件對股市的邊際影響已經變弱。



2024主要地緣政治事件

2024年1月
中國台灣地區
領導人選舉

2024年2月至
2024年6月
美國大選：
各黨舉行
黨團會議

2024年3月17日
俄羅斯總統選舉

2024年3月31日
烏克蘭總統選舉

2024年中
美國大選：
各黨舉行全國
代表大會

2024年8月至
2024年11月
美國大選：
公開競選活動

2024年11月5日
美國第六十屆
總統大選

資料來源：華夏基金(香港)，截止2023年12月。

貨幣環境

2023年初，美元指數受流動性、避險情緒、經濟衰退預期等因素影響，在2-6月期間走出兩輪短周期波動的行情。而自2023年7月，受美國經濟超預期、美債利率大幅走強影響，美元指數持續強勢。

目前美元指數對利多因素開始鈍化，處於高位震盪走平區間。短期內美國經濟雖仍有韌性，但這種韌性是以無節制的財政擴張為代價，美國經濟GDP增速相對非美經濟體已逐漸處於弱勢，而經濟增長優勢影響對國際資本的吸引力，進而決定了一國貨幣相較於其他貨幣的實際價值。

美國相對歐元區的貨幣寬鬆是決定美元指數下行的重要基礎。當前美歐央行均處於加息尾聲，但海外投行普遍預期歐洲央行在2024年9月前不會降息，而美聯儲降息時間或提前到5月，那麼美歐基準利差將出現幾個月的時間差。隨着經濟下行和通脹回落，美聯儲明年降息概率較大，美國財政赤字也將拖累美元，因此美元指數預計於2024年將呈小幅回落趨勢。

隨着美國政府財政擴張和居民超額儲蓄邊際下降、美國經濟增長放緩、通脹緩慢回落、美聯儲降息，美債利率對中國股市的壓製作用預計2024年保持三年內會比之前下降很多。

綜上所述，2024年美元指數和美債利率或將對中國股票市場形成一定支撐，對港股的影響則更為明顯。

圖13：2024十年期美債收益率預期



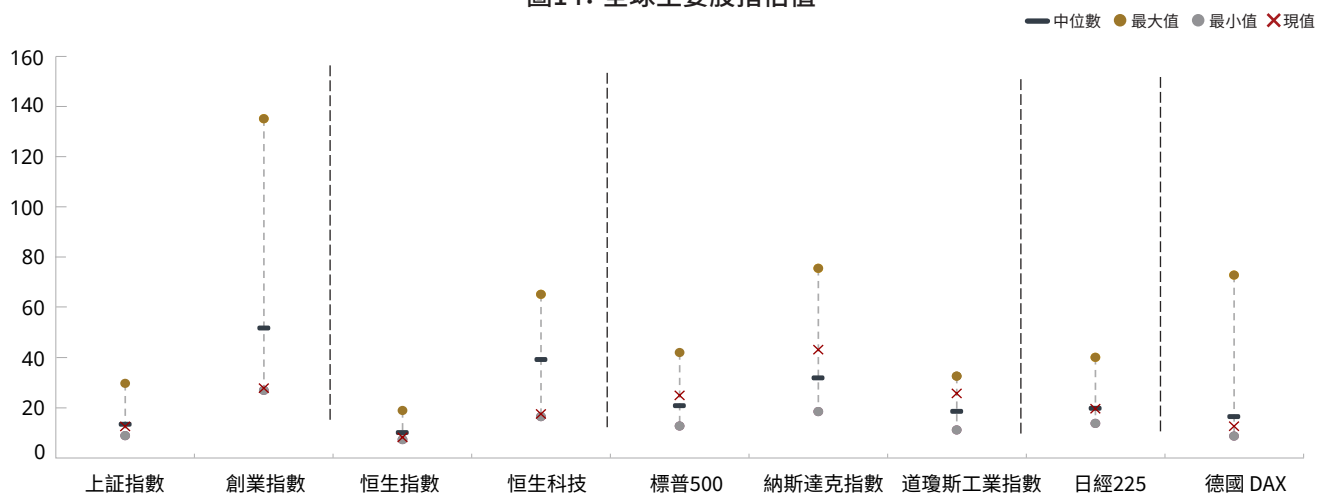
資料來源：華西證券，截止2023年12月31日。

市場因素

2023年中國股票市場表現疲弱，海外主動型基金持續流出中國市場，北向資金於2023年8月份之後也持續流出。港股的賣空交易佔比處於歷史偏高位置。A股和港股的估值已經處於中性偏低水平。目前市場交易已經計入

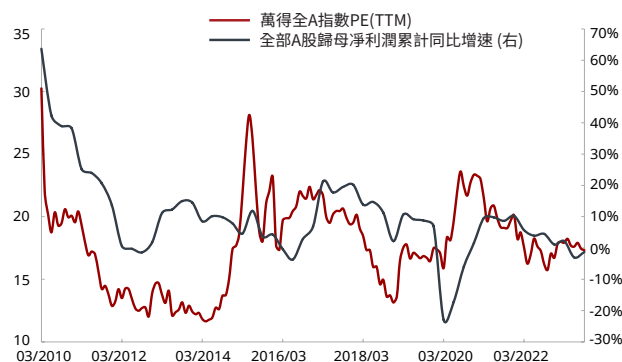
了較為悲觀的盈利、無風險利率和不確定性預期。隨着2024年中國經濟的好轉，尤其是政府出台更多的政策，港股和A股都有望迎來反彈。

圖14：全球主要股指估值



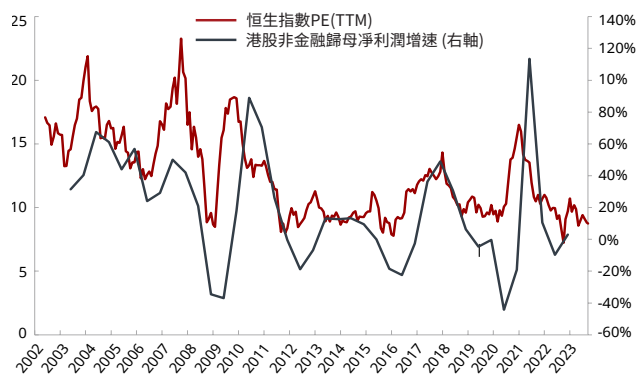
資料來源：華西證券，截止2023年12月31日。

圖15：A股估值



資料來源：光大證券，截止2023年11月。

圖16：港股估值



2024年主要配置策略 和投資主題



我們認為A股和港股市場在2024年存在整體修復機會，全球投資者對於中國經濟預期、中美關係、地緣政治、美聯儲加息等風險因素的情緒好轉，資金流出港股和A股的趨勢有望緩解。而當前港股估值處於自2008金融危機以來的歷史低位，A股的估值也處於2010年以來的底部位置。

• 全球投資者對中國經濟預期過於悲觀，對中國經濟的長期增長潛力缺乏信心，外資機構對於中國經濟近三年的經濟增長預期低於世界銀行的預測以及中國政府的經濟增長指引。首先，我們認為中國政府對於經濟增長目標是非常嚴肅的，會有一系列的貨幣和財政政策推動信心修復，完成經濟目標，如近期的1萬億特別國債；其次，中央金融工作會議，對於化解地方政府融資平台和化解房地產債務問題也有高級別的政策指示，中國不會發生債務危機；再次，中國中央政府有較大的槓桿提升空間，中國政府歷史債務兌付記錄良好，並且有大量國有資產。投資者無需對於中國經濟過於悲觀。

• 中美關係、地緣政治、美聯儲加息等因素導致資金流出香港的趨勢有望緩解，中美關係有望進入較為平穩的階段。美聯儲加息進入尾聲，新興市場資金流出的趨勢有望緩解，對港股的壓制將逐步消除。

• 港股和A股處於2010年以來歷史底部位置，已經反映了較為悲觀的盈利和風險偏好預期；只要對於中國經濟在未來三年有相對正面的信心，以當前估值在三年獲得正收益是大概率事件。

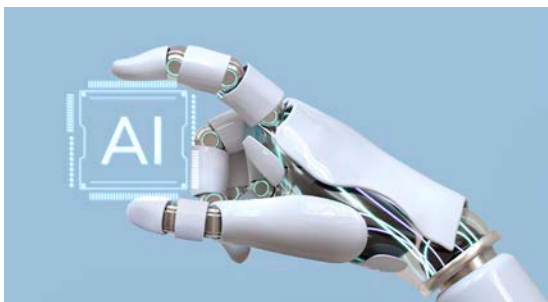
聚焦三大投資主題

市場波動中高股息國企有確定性收益；隨着海外利率下行，互聯網科技/可選消費/生物醫藥的行業自身成長會帶來中長期的投資機會。



高分紅國有企業

此類企業的估值較低，股息率較高，未來一段時間海外經濟轉弱、中美關係波動、美聯儲總體利率維持高位等因素，仍可能造成市場波動，在新的“一利五率”考核要求下，國企的總體經營目標朝着ROE提升和股東回報率提升發展，高分紅率在市場波動當中會有確定性溢價。



互聯網與科技行業

科技行業正在發生新技術革新浪潮，港股互聯網龍頭通過AI技術實現降本增效、為各行業賦能創新驅動力。基於中國宏觀經濟企穩，互聯網公司的業績也將得到支撐；而中長期角度，AI技術革命有望形成新的發展機遇。



生物醫藥行業

該行業在經歷了接近三年的估值消化之後，企業估值已經處於歷史偏低位置，而近三年大量上市公司的產品研發取得較大進展，市場低位時已經有多家公司產品授權給了全球大型藥企，未來生物醫藥行業的龍頭公司將逐步進入盈利階段，行業的估值穩定性會大幅提升。

全球債券市場

2023全球債券市場回顧

2023年全球市場複雜多變，儘管3月份美國銀行業危機令風險偏好短暫回落，但美國經濟全年韌性遠超市場年初預期，全球通脹也隨着商品價格的下行逐步回落，整體風險資產反彈，2022年表現落後的資產在2023年捲土重來。上半年美聯儲逐步降低加息幅度和頻率，完成4次共100bp加息，8月以來持續按兵不動，並在年底釋放鴿派降息信號。美債利率全年在高位寬幅波動並維持倒掛，二季度以來超預期的財政刺激令美債收益率出現階段性上行，其中十年期美債收益率在10月

突破5%，隨後在2023年最後兩個月大幅回落，令固定收益類資產全年錄得良好的表現。

信用債方面，除3月外大部分時間信用利差窄幅波動，在基本面、技術面的共同支撐下，大部分板塊信用利差於2023年底觸及全年最低點位，發達市場中美國跑贏歐洲，新興市場中信用利差維度亞洲跑贏歐非，中東跑贏拉美，中資美元債呈現投資級利差不斷壓縮，民企高收益地產債繼續大量違約的旋律。

圖 17: 固定收益各板塊表現

指數	2020年	2021年	2022年	2023年上半年	2023三季度	2023四季度	2023年
美國國債	8.2%	-2.4%	-12.9%	1.6%	-3.4%	5.8%	3.9%
發達市場主權債	9.3%	-6.9%	-18.0%	0.5%	-4.9%	8.5%	3.6%
美國投資級公司債	9.8%	-1.0%	-15.4%	3.2%	-2.7%	7.9%	8.4%
美國高收益債券	6.2%	5.4%	-11.2%	5.4%	0.3%	7.3%	13.4%
歐洲投資級債券	2.8%	-0.8%	-16.4%	2.1%	-0.8%	6.9%	8.3%
歐洲高收益債券	9.5%	-1.6%	-18.3%	6.9%	-0.8%	9.7%	16.4%
新興市場公司債	7.8%	-1.9%	-14.8%	3.0%	-1.5%	6.4%	7.9%
亞洲高收益債券	6.2%	-17.5%	-21.8%	0.8%	-2.3%	6.4%	4.8%
亞洲美元債	7.1%	-3.1%	-12.6%	2.8%	-2.0%	6.4%	7.2%
新興市場主權債	6.9%	-3.6%	-18.8%	3.8%	-3.4%	10.7%	10.9%
中資美元投資級	6.6%	-0.2%	-9.9%	2.9%	-1.4%	5.4%	6.8%
中資美元高收益	9.4%	-33.3%	-33.3%	-12.1%	-12.6%	3.5%	-20.5%

資料來源: 彭博,截至2023年12月。

2024宏觀環境展望

進入2024年，市場主旋律從加息尾聲逐步轉變為降息在即，2023年美國經濟表現超預期源於激進的財政政策和疫情階段居民及企業的財富積累，而這兩點在2024年均存在較大退坡的可能性：

- 1) 大選年再次出現大規模財政刺激的可能性下降，美國財政赤字率預計出現回落；
- 2) 居民超額儲蓄基本消耗殆盡，就業回歸平衡使可支配收入回落，消費趨弱，而企業方面新增實際利率的不斷上升，淨利息收入下降會抑制投資意願。

我們因此預計美國經濟環比增速相比今年會出現一定回落，並可能在某些季度出現技術性衰退。但基準情形下美國通過極淺衰退安然度過本輪加息周期，出現深度衰退的概率極低。

不同於過往經濟周期，本輪加息前經濟並未出現非理性泡沫，金融體系、居民和企業的槓桿水平相對健康；此外當前美聯儲整體政策體系更加完善，對經濟的洞察更強，與市場溝通更加緊密，維護經濟金融體系意願更強。

預計美聯儲或在2024年第二季度開啟降息周期，全年降息4次左右，降息終點在3%左右。預計美債利率曲線呈現陡峭化走勢，降息啟動后短端利率下行確定性較高，而長端利率走勢取決於供需和長期經濟增長水平，全年降息3-5次，降息周期持續至2025年中，降息終點為3%左右。

2024年的不確定因素更多來自於政治和地緣風險，大量國家進入選舉年，去全球化背景下大國間對資源和技術的博弈加劇引發潛在衝突將是影響債市的主要風險因素。

圖 18: 宏觀環境比較 (2022 vs 2023)

2022				2023	
		實際	未來預期	實際	未來預期
經濟情況	通脹	6.5%(廣義)/5.7%(核心)	廣義通脹見頂明顯回落	3.2%(廣義)/4%(核心)	核心通脹緩慢回落
	就業	285k(3月移動平均)/3.5%(失業率)	在結構性問題下依舊較火熱	204k(3月移動平均)/3.7%(失業率)	結構性問題明顯好轉，趨向平衡
	經濟增長	1.90%	0.3%/65%(衰退概率)	2.40%	1.2%/50%(衰退概率)
政策情況	美聯儲發言	強調抗擊通脹決心，依舊會延續加息並明確表示2023年不會降息		將金融條件納入政策考量，利率已經到達限制性水平，討論了降息時機	
	財政政策 (赤字)	5.40%	5.90%	6.30%	5.80%
	政策利率	4.25%-4.5%	市場定價加息至5%后降息至4.5%	5.25%-5.5%	市場定價全年降息5-6次至4%
資產價格	2yr 美債	4.42%	維持高位先上後下	4.25%	震蕩回落至3.5%
	10yr 美債	3.87%	曲線維持倒掛，仍可能階段性上行	3.87%	曲線逐漸走陡，區間波動
	全球信用利差	140bp	全年震蕩，基本收平	106bp	估值更貴，賠率低
風險與關注點		滯漲風險，商品通脹		服務業通脹回落最後一公里	
		加息幅度超預期		政策利率高位時間超預期	
		美國債務上限談判		美國大選	
		歐洲衰退風險		中國長期經濟風險	

資料來源: 彭博, 華夏基金 (香港) 截至2023年12月。

2024全球信用市場展望

我們對2024年全球美元信用債市場呈謹慎樂觀的態度，2023年上半年全球信用利差和基準利率走勢回歸負相關，進入下半年再度呈現同向的走勢，這表明本輪加息以來大部分時間信用債的整體表現由技術面而非基本面所驅動。歷史經驗表明，歷次周期中首次降息前3個月債券類資產平均表現領跑大類資產，儘管過去兩個月收益率出現下降，但**整體信用債收益率依舊處於過去20年具吸引力的水平，長期配置價值較高。**

但從估值維度而言，大部分地區和板塊的估值處於歷史較貴水平，反映市場對於經濟和企業盈利相對樂觀，考慮到企業信用基本面指標已經連續3個季度走弱，在當前風險溢價偏低的時點博弈信用利差進一步壓縮的勝率和賠率均較低，當前傾

向於提高組合整體資質，在信用利差波動走寬時捕捉交易或配置機會。

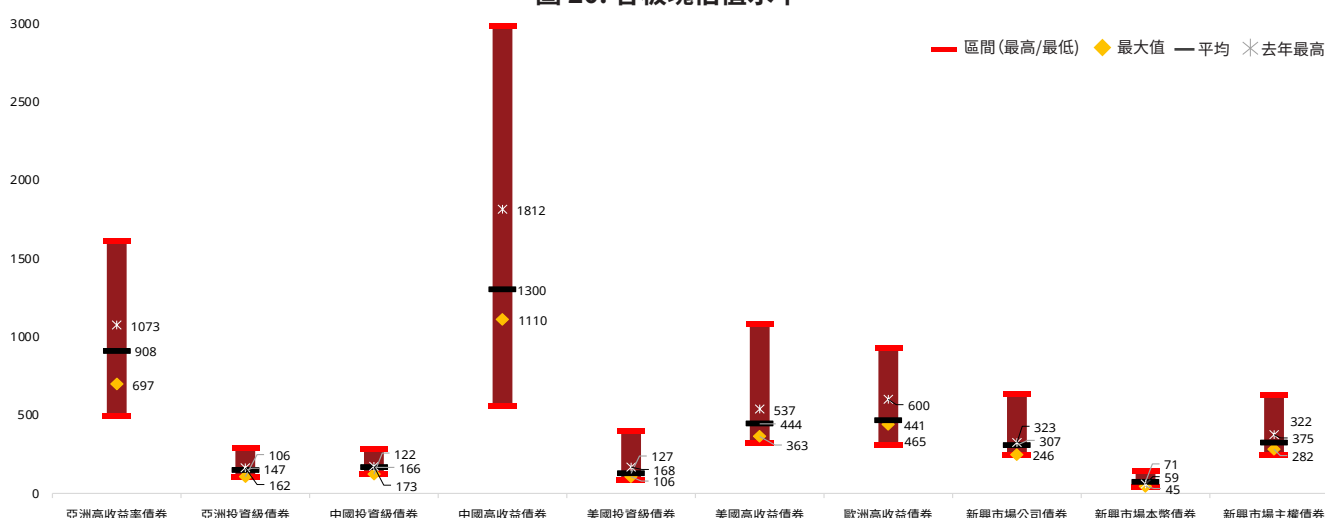
久期方面，2023年長端信用利差相對於短端利差，受供需因素驅動不斷收窄，結合我們對於利率曲線走陡的判斷，**我們認為目前較好的信用債久期配置點位在5-10年，對整體久期持中性觀點。**

整體而言，我們預計明年資產價格或呈現多重底的走勢，金融體系韌性強同時出現全球協同注入流動性的概率低，很難出現單邊暴力漲跌的V型走勢。

圖 19: 過往周期中降息前夕大類資產表現

起始時間	1989-03-06	1995-04-06	2000-10-03	2007-06-18	2019-05-01	平均
結束時間	1989-06-06	1995-07-06	2001-01-03	2007-09-18	2019-08-01	
月數	3	3	3	3	3	3
MSCI 全球	-1.8%	6.3%	-5.5%	-2.0%	0.8%	-0.4%
標普	11.0%	10.2%	-5.2%	-0.3%	1.5%	3.4%
納指	10.3%	17.4%	-24.2%	1.2%	1.1%	1.1%
恒生指數	-29.7%	12.8%	-6.9%	14.7%	-6.0%	-3.0%
美國利率債	4.6%	6.6%	5.4%	4.8%	4.0%	5.1%
全球投資級信用債	6.1%	7.8%	3.8%	2.2%	5.2%	5.0%
全球高收益信用債	0.0%	5.5%	-2.3%	-1.4%	2.2%	0.8%
工業金屬	-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%
金現	-5.8%	-2.3%	-1.5%	10.2%	13.2%	2.8%
美元指數	6.7%	-0.5%	-3.5%	-4.2%	0.7%	-0.2%

圖 20: 各板塊估值水平



資料來源：彭博，華夏香港(香港)，截至2023年12月31日。

2024板塊展望及配置策略

• 美國投資級別債券

從縱向和橫向估值維度，美國投資級別信用利差已經較好的定價了美國相對其他地區經濟的比較優勢，企業基本面承受一定壓力但可控，收入依舊健康但盈利有所下滑，明年到期債務和利息支出相比今年上升10-15%。

供需方面有一定支撐，淨供給預計下降，資管機構預計成為2024年主要需求增量，相對偏好A評級防禦性以及2023年相對落後的板塊。

• 中資美元債

中國境內資產荒以及中美利差倒掛仍會對中資美元債大部分板塊提供技術層面支撐，我們相對看好1) 央企債券、2) 能夠抵禦宏觀風險的價值及長端TMT債券的配置價值。

我們認為中國經濟短期仍有一定下行壓力，長期增速中樞下調的確定性較高，因此我們對於弱資質的城投和民企地產相

對謹慎，傾向於等待大規模刺激政策落地后再擇機加倉。

• 其他發達市場債券

歐洲的經濟結構性挑戰大於美國，我們相對看好歐洲銀行債券的投資機遇，尤其是估值相對有吸引力的二級資本債，和具逆周期投資屬性的高等級優先債券。

亞洲方面，我們認為日本和澳洲具有較好的配置價值，這兩個地區的經濟情況相對較好，日本核心通脹仍有上行風險，且相關市場指數基金帶來的被動資金流入可能會推動板塊信用利差繼續壓縮。

• 其他新興市場債券

部分新興市場國家已經開始降息，預計2024年各國內生經濟動能依舊較為強勁，主要不確定因素來源於各國選舉和中國需求潛在的下滑，主要機會來自於發達市場降息帶來的資金流入。相對看好印度新能源債券、印尼半主權債券、拉美商品相關標的以及中東類主權長久期債券。

兩大主題投資機遇

ESG債券

儘管ESG理念在2023年有所降溫，ESG債券發行量同比小幅下降，ESG基金的流入速度也環比趨緩，但隨着ESG理念的深入和傳統能源價格的回落，ESG相關概念的長期投資前景仍十分光明。

離岸人民幣債券

在中美利率倒掛，境內監管趨嚴的背景下，離岸人民幣債券尤其是城投板塊在過去一年供給大幅增加，且相對境內可比債券仍存在一定溢價，隨着市場規模增加，流動性有望提升，我們認為部分高資質發行人的債券存在較好的配置價值，長期看好人民幣國際化發展趨勢。

各板塊配置策略

	橫向相對估值	風險	短期配置建議	中長期配置建議		
				悲觀	中性	樂觀
中資	貴	中	中性	高配	中性	中性
亞洲非中資	中	中	略高配	中性	高配	高配
美國	略貴	較小	高配	高配	高配	中性
歐洲	略便宜	較大	中性	低配	低配	高配
其他新興市場	略便宜	較大	低配	低配	中性	高配
貨幣市場工具		極小	低配	中性	低配	中性

資料來源：華夏基金(香港)，截至2023年12月31日。

2024人民幣展望

人民幣利率

回顧2023年，中國國債利率曲線呈現“牛平”趨勢，短端相比長端日波動更大。2023上半年中國經濟復蘇不及預期和境內資產荒帶動利率下行，年中央行對逆回購、MLF、LPR的連續降息使利率築底，三、四季度財政大規模發債、化債和資金面抽緊帶動利率反彈上行，年末經濟基本面因素回歸和2024年貨幣政策寬鬆發力預期使利率重新下行。另外，在岸利率掉期相比國債利率下行更為順暢，主要原因是國債受到下半年發債供應盤的影響更大。

展望2024年，預計貨幣政策仍然維持穩健寬鬆，並將在年初發力，但需警惕利率快速下行期間的止盈盤；若美聯儲如市場預期般在年中開始降息，中國央行與之同周期的寬鬆路徑將更為順暢；預計財政仍將繼續在發債化債方面發力，但對地方債和城投的淨髮行量會有所限制。

總體而言，中國貨幣政策帶動債牛是趨勢，而財政發力提供購債機會，利率大趨勢維持下行。

人民幣匯率

回顧2023年，離岸掉期主要隨人民幣利率整體下行，人民幣整體呈現貶值走勢，美元兌離岸人民幣匯率從開年的6.93升至7.37，收在7.12。前端最顯著的反彈來自於八、九月央行抽緊資金防止外匯套利；對應的是即期匯率在美元顯著走強下穩定在了7.27-7.33區間波動，之後隨着美元走弱，即期匯率開始下行。

展望2024年，外匯匯率作為中美相對價值的比較結果，未來走勢並不清晰，中美兩邊都有着不確定性，美國的不確定性來自美國經濟着陸、通脹下行速度、美聯儲轉向力度，中國方面則來自經濟復蘇進度、地產板塊修復、政策支持力度、股市表現等不確定性因素。從全球貨幣角度來看，美元指數也會受到其他G10國家經濟和貨幣政策的影響。

2024年大概率是一個相對價值比較和尋找短期機會的一年，美元未必在上半年顯著轉弱，中國基本面有待觀察，人民幣顯著走強行情或需等待中美聯儲開啟首次降息后才能出現。

關於華夏基金（香港）

華夏基金(香港)是香港市場領先的資產管理公司，作為華夏基金的海外子公司，我們成立於2008年9月，是首批出海的中資資產管理公司。我們的母公司華夏基金是中國規模最大的基金公司之一，擁有25年資產管理經驗，總資產管理規模近1.9萬億港元，服務於2.13億零售投資者，22.8萬機構客戶。

華夏基金(香港)紮根香港，放眼全球，經過15年的發展，建立起實力雄厚的本土化投研團隊，為客戶提供涵蓋全球ETF、股票及債券主動管理基金、貨幣市場基金、槓桿及反向產品、對沖基金、專戶、投顧等多元化、全球化的一站式投資解決方案平台，力求在任何市況下，都能夠給客戶提供適合的投資產品。

華夏基金(香港)與母公司共享200+投研團隊資源，通過具紀律性的投資流程和深度的研究覆蓋，致力為投資者實現卓越的長期回報。目前華夏基金(香港)已經累積榮獲80+業界重大獎項，投資實力和投資業績經受驗證，備受信賴。



產品策略

主動策略		
股票	債券	貨幣市場
• A股長倉策略 • 港股長倉策略 • 大中華股票長短倉策略	• 亞洲ESG債券 • 亞洲債券 • 全球投資級別債券 • 人民幣投資級別債券 • 全球多元收益 • 固定收益配置(短債)	• 港元貨幣基金 • 美元貨幣基金 • 人民幣貨幣ETF(非上市份額)
ETPs		
大中華股票	亞洲股票	全球股票
• 滬深300 ETF • MSCI 中國 A50 互聯互通 ETF • 恒指 ESG ETF • 恒生科技ETF • 香港生物科技 ETF	• 亞洲高息ETF • 日本股票(美元對沖) ETF	• 納斯達克100 ETF • 歐洲股票(美元對沖) ETF
債券及貨幣市場	槓桿及反向	
• 亞洲美元投資級別債券ETF • 人民幣貨幣ETF • 中國國債 + 政策性銀行債券指數ETF	• 納斯達克100 每日2倍槓桿 • 納斯達克100 每日1倍反向 • 納斯達克100 每日2倍反向	

80+ 獎項



近期重磅獎項

Benchmark 指標

2023年度基金大獎

- 中國股票ETF發行商
- 另類投資-長短倉股票
- 年度最佳中國A股ETF
- 年度最佳全球債券基金

Refinitiv

2023 Lipper理柏基金大獎

- 最佳中國股票基金 - 香港地區
- 最佳亞太區高收益債券基金(3年&5年) - 香港地區

The Asset 財資

2023 Triple A可持續投資大獎

- 最佳境外公募基金公司

Insights&Mandate

2023專業投資大獎

- 全球綜合債券(3年)
- 亞洲債券(3年)
- 中國A股基金(3年&5年)
- 年度最佳ESG基金

Asia Asset Management

2023 Best of the Best Awards

- 香港地區最佳中資基金公司

中國證券報

第七屆中國海外基金金牛獎

- 三年期金牛海外中國股票基金

中國基金報

2023海外基金英華獎

- 大中華ETF(1年期)

Benchmark 2023年度基金大獎: Benchmark, 截至2023年11月29日; Refinitiv 2023 Lipper理柏基金大獎: Refinitiv, 截至2023年5月9日; Insights&Mandate (I&M) 2023專業投資大獎: 投資洞見與委託, 截至2023年3月6日; The Asset財資2023 Triple A可持續投資大獎: 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; 中國證券報第七屆中國海外基金金牛獎: 中國證券報, 截至2023年9月26日; 中國基金報 2023海外基金英華獎: 中國基金報, 截至12月5日。

免責聲明：

本數據僅供指定收件人之信息及參考之用，並不構成投資於任何證券的邀約。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」）於編製資料當日的判斷，並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。於製作本數據時，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、董事及僱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。本資料並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。



www.chinaamc.com.hk

華夏基金（香港）有限公司
香港花園道1號中銀大廈37樓

產品查詢及客戶服務
電話: (852) 3406 8686
電郵: hkservice@chinaamc.com

關注我們：華夏基金香港

