



市場透視

市場分化趨勢明顯

2024年1月

MSCI中國指數在12月份下跌了2.58%。中國經濟工作會議明確了明年的工作重點，強調高質量發展和建立優先解決問題的原則。財政和貨幣政策將繼續加強，但是力度略低于市場預期。房地產和地方政府融資平臺風險仍在從持續。市場對M1同比增速放緩、零售銷售低于預期和CPI再次同比轉負感到失望。中國12月製造業PMI降至49.0，非製造業PMI從11月的50.2上升到50.4。建築業分項指數在12月從11月的55.0上升到56.9。國家統計局提到一些企業在中國農曆新年假期前加快了基礎設施項目的建設速度。服務業分項指數12月保持不變，為49.3。郵政、電信和衛星傳輸的PMI指數超過55，而水運、航空和酒店服務的PMI指數低于46，部分原因是因為不利的天氣條件。從2023年的市場背景來看，我們認為國內政策仍是市場趨勢的主要推動力。我們預計今年將出現更及時和有利的財政政策，并對市場情緒產生積極影響。

市場表現

MSCI中國指數在12月份下跌了2.58%。中國經濟工作會議明確了明年的工作重點，強調高質量發展和建立優先解決問題的原則。財政和貨幣政策將繼續加強，但是力度略低于市場預期。房地產和地方政府融資平臺風險仍在從持續。市場對M1同比增速放緩、零售銷售低于預期和CPI再次同比轉負感到失望。12月22日的網絡遊戲監管意見稿意外公布也壓制了投資者情緒。

大中華股指	收盤價 (12月31日)	單月變動%	YTD變動%	52周低點	52周高點
沪深300指數	3431.11	-1.86	-11.38	3283.99	4268.15
MSCI中國指數	55.95	-2.58	-13.22	53.16	75.86
香港恒生指數	17047.39	0.03	-13.82	15972.31	22700.85
恒生中國企業指數	5768.50	-1.52	-13.97	5443.60	7773.61
全球股指					
標普500指數	4769.83	4.42	24.23	3802.42	4793.30
道瓊斯工業指數	37689.54	4.84	13.70	31429.82	37790.08
納斯達克綜合指數	15011.35	5.52	43.42	10265.04	15150.07
富時100指數	7733.24	3.75	3.78	7206.82	8047.06
德國DAX 30指數	16751.64	3.31	20.31	14264.60	17003.28
日經225指數	33464.17	-0.07	28.24	25661.89	33853.46

經濟數據

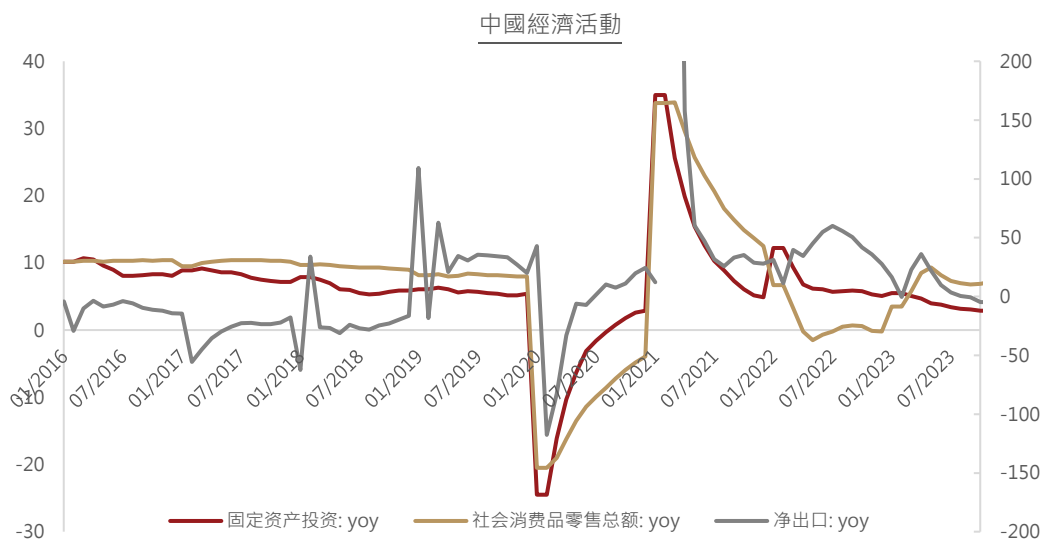
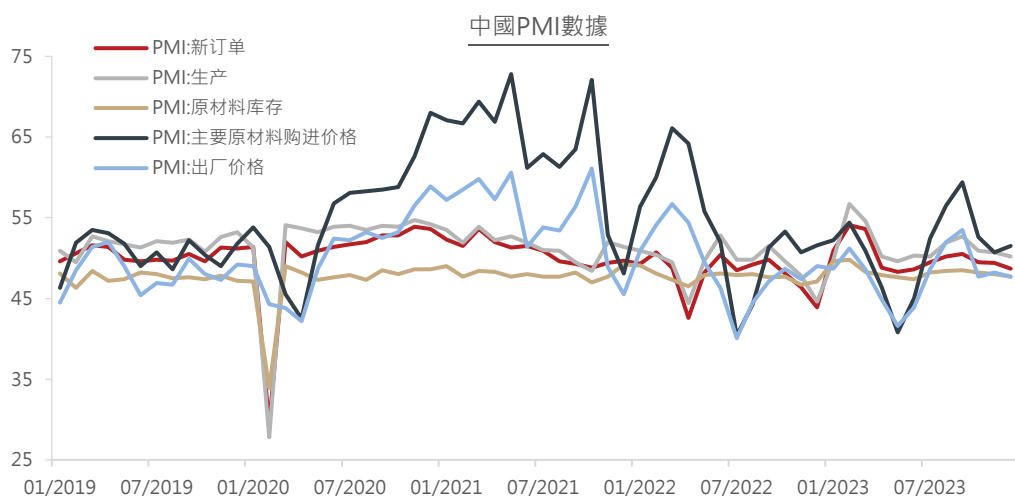
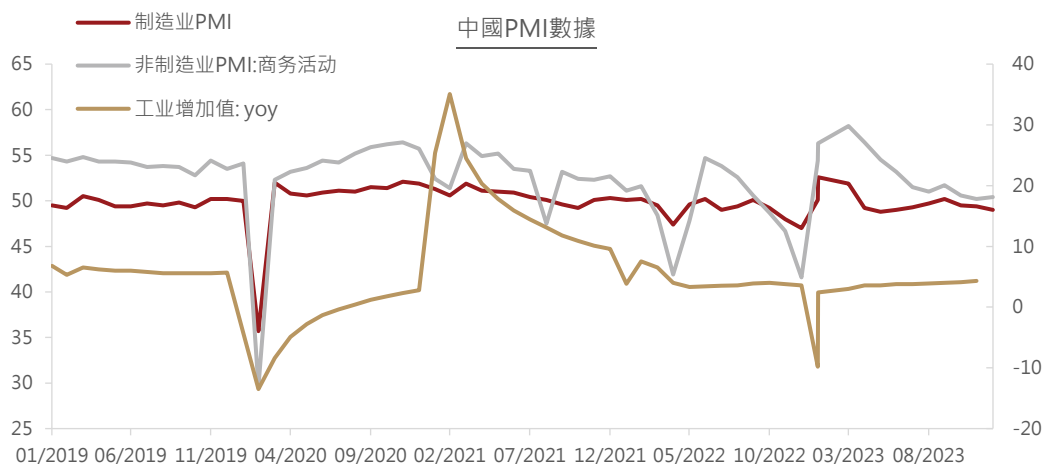
中國12月製造業PMI降至49.0。新訂單分項指數從11月的49.4下降到12月的48.7，產出分項指數從11月的50.7下降到12月的50.2。國家統計局評論稱，製造業PMI下降與一些原材料行業進入淡季期有關，還指出部分受訪企業面臨的主要挑戰是海外訂單減少和國內需求不足。12月非製造業PMI從11月的50.2上升到50.4。建築業分項指數在12月從11月的55.0上升到56.9，國家統計局提到一些企業在中國農曆新年假期前加快了基礎設施項目的建設速度。服務業分項指數12月保持不變，為49.3。郵政、電信和衛星傳輸的PMI指數超過55，而水運、航空和酒店服務的PMI指數低于46，部分原因是因為不利的天氣條件。

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。中國經濟工作會議建議應適度加強積極的財政政策，并旨在提高質量和效益。與7月份的中央政治局會議相比，本月貨幣政策的指引有所變化，從“精準有力”變為“精準有效”。中國人民銀行的質押補充貸款（PSL）計劃在12月總額增加了3500億元人民幣，這表明媒體報道的以PSL為支持的城中村改造和公共住房建設正在啟動。12月25日，就在網絡遊戲監管意見稿發布幾天後，北京批准了105個國內遊戲，以穩定信心。從2023年的市場背景來看，我們認為國內政策仍是市場趨勢的主要推動力。我們預計今年將出現更及時和有利的財政政策，并對市場情緒產生積極影響。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，國際局勢惡化超預期，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12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。

我們對2024年美國經濟較為中性，認為經濟增長環比增長退坡但是在不發生黑天鵝事件下能避免深度衰退，信貸的回落速度是值得關注的指標，需要警惕的風險點1是地緣衝突如巴以衝突擴散，大國貿易或者科技制裁加劇，2是就業延續強勁使得實際收入提高或者房價再次上漲，從而引發在通脹的風險。十一月和十二月美債利率大幅下調引發市場交易擁擠，投資人對久期觀點分化，後續美債利率走勢目前來看需要有更明確的經濟數據或者美聯儲信號，投資人對短期內利率急速跌幅缺乏強信心，後續可能會隨著經濟數據向好或者聯儲官員預期管理講話利率振蕩上漲，目前對美債久期維持謹慎。需要警惕2024年初過去兩個月市場極度樂觀的交易邏輯出現反轉風險，資產價格或面臨一定調整。

市場表現

十二月美國債券市場依舊寬幅波動，美債利率延續十一月大幅下跌，各主要期限利率下跌幅度相差不大，短端和中長端債券利率收復年初以來的漲幅。歐洲主要國家利率也有明顯下跌，日本國債小幅下跌，但其變動比率依然不小。目前期貨市場預期美聯儲24年三月累計降息25基點的概率超過80%，24年年底累計降息幅度超過150基點。大類資產方面，歐美股票市場表現亮眼，股票跑贏債券，投資級債券略微跑贏高收益債券，股票和債券整體漲幅較11月小幅回落。商品表現分化，原油下跌，黃金上漲。

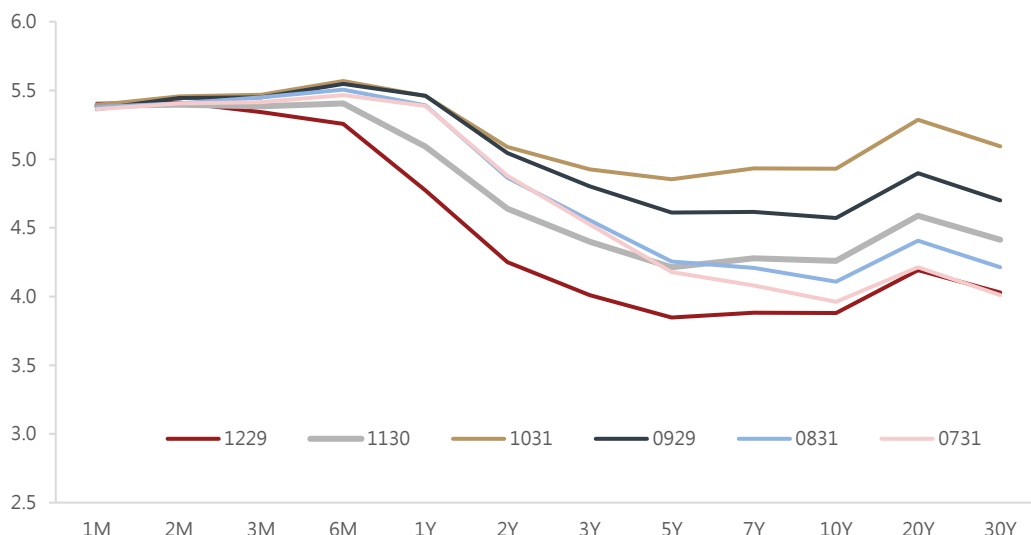
美國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	4.25	-43	-18	3.55	5.26
5Y	3.85	-42	-16	3.20	4.99
7Y	3.88	-46	-8	3.24	5.03
10Y	3.88	-45	0	3.25	5.02
30Y	4.03	-47	7	3.49	5.18

中國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
3Y	2.29	-18	-13	2.18	2.57
5Y	2.39	-18	-23	2.34	2.75
7Y	2.54	-14	-28	2.51	2.89
10Y	2.56	-13	-28	2.54	2.94
30Y	2.83	-11	-37	2.81	3.32

日本	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	0.05	2	1	-0.09	0.18
5Y	0.21	-5	-3	0.05	0.49
7Y	0.36	-7	-9	0.08	0.73
10Y	0.61	-6	19	0.18	0.97
30Y	1.63	-3	2	1.11	1.91

德國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	2.40	-41	-36	2.10	3.38
5Y	1.95	-43	-63	1.86	2.93
7Y	1.94	-43	-63	1.83	2.94
10Y	2.02	-42	-55	1.89	3.03
30Y	2.26	-42	-28	1.93	3.26

美國國債收益率曲綫



美國十年期國債收益率



美國國債十二月利率延續十一月有明顯下跌，主要推動事件是美聯儲議息會議公布的點陣圖大幅下調利率中樞，會議紀要顯示提出不需要等到通脹降到2%才降息，并且已經開始討論降息。聯儲開會前後，期貨市場對於利率定價顯示，對市場三月開始降息的概率增大，同時2024年底累計降息幅度從100基點漲到150基點，市場預期降息目前大幅超過點陣圖預期。信用債受到利率大幅下降影響，利差不升反降，體現市場對於未來經濟走勢偏樂觀以及對於美聯儲能够快速降息的信心。其中亞洲投資級債券利差已經降低到近五年低位，美國、中國投資級債券利差縮窄到兩年來低位，其中金融板塊利差收窄幅度較大。銀行板塊本AT1 債券本月價格漲幅尤其突出，除了利率利好其再融資之外，瑞銀和西班牙國際銀行分別宣布在首次召回日全部召回兩張次級永續債券，提振市場情緒，Yankee和美國銀行板塊債券利差收窄明顯。高收益債券價格上漲明顯，尤其是美國高收益債券價格增長明顯，YTD價格增長超過10%，隨著基準利率降低，高收益發行人融資成本不斷降低，十二月其主要新發債券目的集中在再融資方面，新增融資占比較小。

央行維持一年期MLF利率在2.5%不變，但增量8000億，高于預期4000億，創最大月記錄。中共中央政治局12月8日召開會議，分析研究2024年經濟工作，統籌擴大內需和深化供給側結構性改革，鞏固和增強經濟回升向好態勢。經濟數據還有待反彈和觀察。

在岸資金面，DR007和R007除了最後一周有所上行整體保持平穩在政策利率1.8%附近，3個月Shibor則呈現月中前後，先上後下。在岸人民幣利率整月呈現牛陡，預計在年初貨幣政策會先發力，市場對降準和降息有預期，而財政發債方面預期一月的壓力不大。因此，人民幣收益率特別是前中端仍然偏下行；技術面十年期收益率在2.55有支撐下一個是2.45，其他期限在支撐位亦在附近。

USDCNH即期于7.08-7.2區間震蕩，主要是美聯儲轉鴿帶動美元走弱和年底結匯盤；離岸掉期以月中為分界，由境內資金面帶動先上後下，除此之外，上行主要來自于美聯儲後美金收益率下行，上行主要來自于在岸人民幣利率下行。

主要CDX 指數	現值	一月變動	YTD變動	52周低点	52周高点
投資級 CDX	57	(6)	(25)	55	94
高收益 CDX	356	(46)	(128)	350	554
新興市場 CDX	167	(20)	16	165	275
主要債券指數					
亞洲美元公司債	445	2.7%	6.7%	416	445
中資美元債 投資級	210	2.3%	6.8%	197	210
中資美元債 高收益	153	0.8%	-20.3%	143	218
美國投資級	3239	4.0%	8.4%	2929	3253
美國高收益	1590	3.7%	13.4%	1402	1591
新興市場公司債	433	3.3%	7.9%	401	433
全球投資級債券指數	471	4.2%	5.7%	429	473
全球1-3年投資級債券指數	174	2.0%	4.3%	166	175



經濟數據

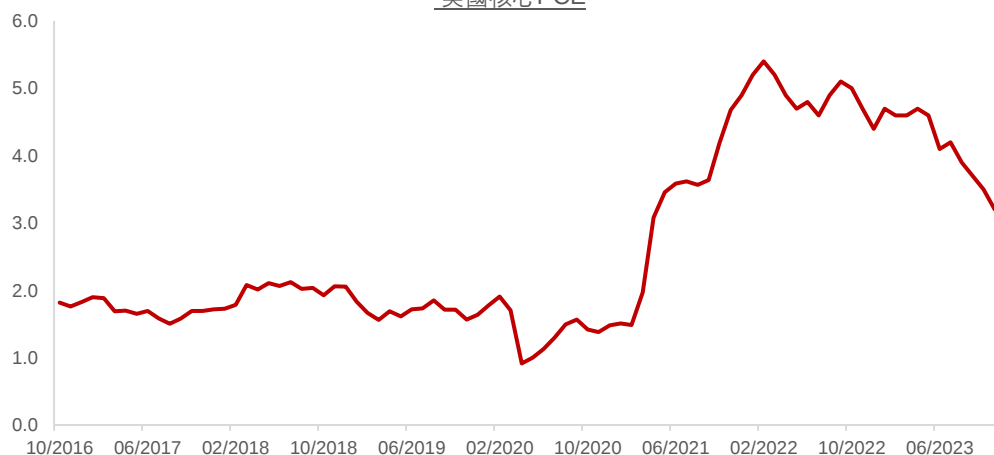
十二月美國經濟數據整體依然保持較好，沒有明顯衰退迹象。美國三季度經濟增長下修至折合年率4.9%，依然體現三季度增長強勁。就業方面，十一月份失業率照比前月小幅下跌，同時十一月非農就業人數新增超過預期和前值，體現就業目前還在維持良好狀態，ISM服務業PMI中就業指數好於上個月，但製造業PMI中就業指數弱於上個月，延續上個月服務業就業強於製造業就業。通脹方面，十一月通脹照比十月份繼續放緩，同時個人收入和支出增長持續放緩。十一月核心PCE同比增長3.2%，其中十一月PCE環比下跌0.1%，是降息以來首次下跌。十二月美聯儲議息會議如期維持基準利率不變，市場對這次會議解讀偏鴿派。最新的點陣圖顯示24年底目標利率中值為4.625%，相當於降息75基點，25年底目標利率中值為3.625%，相當於降息175基點。九月的點陣圖24年年底目標利率中值為5.125%，25年底目標利率中值為3.875%，說明這三個月的經濟數據讓部分聯儲官員轉向更多次數的加息，聯儲發言中承認美國通脹壓力減弱但仍處於高位，經濟增長放緩並且已經開始討論降息。歐央行和日本同樣維持基準利率不變，歐洲受到高利率影響，不僅核心CPI同比增長放緩，環比出現負增長，歐元區三季度GDP環比增長為-0.1%，增長出現萎縮，同比沒有增長。日本三季度GDP環比增長為-0.7%，CPI增幅從高點滑落，市場對日本退出寬鬆政策持續關注。

市場展望與行業配置

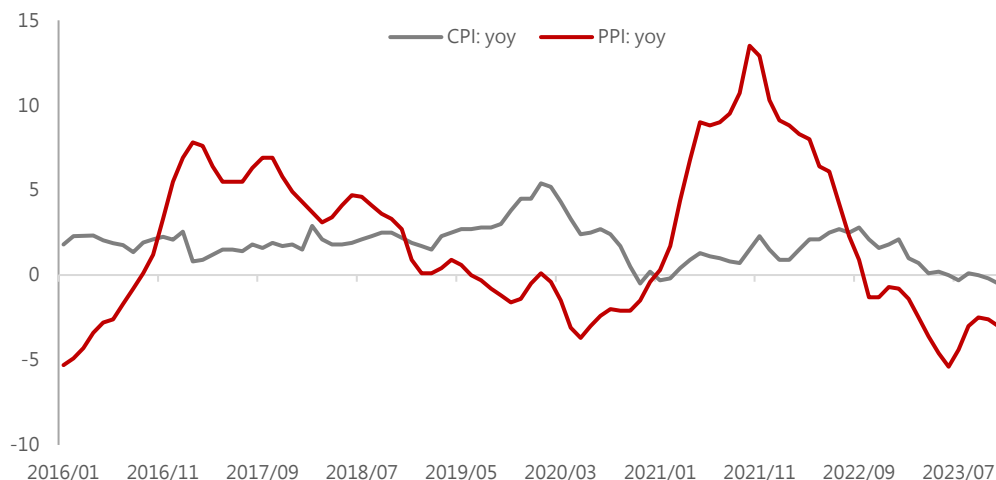
整體我們對2024年美國經濟較為中性，認為經濟增長環比增長退坡但是在不發生黑天鵝事件下能避免深度衰退，信貸的回落速度是值得關注的指標，需要警惕的風險點1是地緣衝突如巴以衝突擴散，大國貿易或者科技制裁加劇，2是就業延續強勁使得實際收入提高或者房價再次上漲，從而引發在通脹的風險。十一月和十二月美債利率大幅下調引發市場交易擁擠，投資人對久期觀點分化，後續美債利率走勢目前來看需要有更明確的經濟數據或者美聯儲信號，投資人對短期內利率急速跌幅缺乏強信心，後續可能會隨著經濟數據向好或者聯儲官員預期管理講話利率振蕩上漲，目前對美債久期維持謹慎。需要警惕2024年初過去兩個月市場極度樂觀的交易邏輯出現反轉風險，資產價格或面臨一定調整。

目前美國投資級信用債利差已經縮窄至歷史低位，十二月市場情緒樂觀，主要股票指數上漲，每股進入超賣區間，比特幣上漲明顯，投資級債券利差處於估值偏貴水平，結合一月債券新發供給增多，我們認為繼續押注信用利差壓縮的賠率和勝率都不高，短期情緒的調整可能出現如評級間的利差走寬，長端期信用利差走寬等現象。亞洲美元債整體可以起到相對避險和分散風險的屬性，中資投資級債券中，由於供給相對缺乏，高評級資質好的投資級利差收窄歷史低位，長久期利差收窄明顯，後續觀察新發情況，利差維持低位振蕩。短端債券跟隨利率波動，在利率高位擇機加倉。中資高收益板塊近期隨著境內情緒轉暖價格上漲，但尚未見到基本面或者政策反轉，後續價格變化更多將與境內市場情緒相關，關注個別公司的財務狀況，保持謹慎。總之，對於亞洲投資級債券，在美聯儲沒有明確降息信號前，利差會隨著供給增多振蕩為主，不排除走闊可能，可以選擇利差相對有空間的國家比如澳洲銀行板塊，日本一旦退出寬鬆政策，預計日本信用債利差也會有收窄動能。高收益債券後續漲幅可能依然會延續，但板塊和公司分化，選擇經濟增長強勁的國家和板塊。

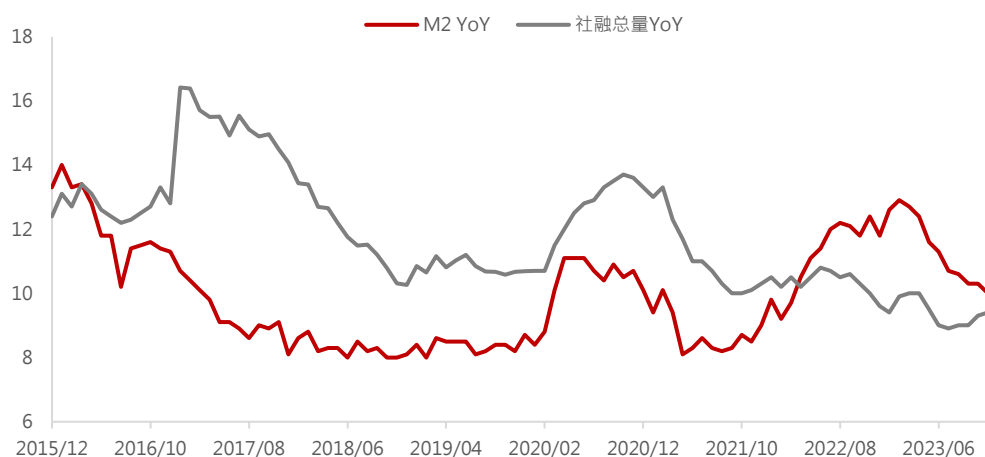
美國核心PCE



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

