



# 市場透視

2024年10月

9月24日金融政策的組合拳以及9月26日政治局會議對於政策的調整和表態，基本都是沿著降低融資成本和提振投資回報預期的兩條思路展開。降息、降准、降低首付比例和存量按揭利率等舉措主要就是為了降低融資成本和加杠杆的門檻，而另一方面，為了穩定資產價格和投資回報預期，央行創設兩個新的結構性貨幣政策工具用來穩定股市價格，並且還首次提出明確目標性表述“促進房地產市場止跌回穩”，大超市場預期。此外，政治局會議通稿還指出要把促消費和惠民生結合起來，促進中低收入群體增收，此舉本身就較為超預期，如果能落地的話將會中國經濟帶來更大的正面影響。

## 市場表現

9月份，MSCI中國指數大幅反彈23.07%，主要因為金融三部委政策和中央政治局會議提振了市場情緒。9月13日，第十四屆全國人大常委會第十一次會議通過實施漸進式延遲法定退休年齡的決定；9月24日，央行、金融監管總局、證監會主要負責人宣佈近期全面降准50個基點、下調7天逆回購操作利率至1.5%、下調存量房貸利率約50個基點至新增房貸利率水準，並且還首度推出股票回購增持專項再貸款和證券、基金、保險公司互換便利兩個創新工具；9月26日，政治局會議強調要加大財政貨幣政策逆週期調節力度，包括發行使用好超長期特別國債和地方專項債、降低存款準備金率，實施有力度的降息等。

	收盤價 (9月30日)	單月變動 %	YTD變動 %	52周低點	52周高點
<b>大中華股指</b>					
滬深300指數	4017.85	20.97	17.10	3108.35	4038.70
MSCI中國指數	70.20	23.07	25.47	48.75	71.31
香港恒生指數	21133.68	17.48	23.97	14794.16	22667.74
恒生中國企業指數	7509.79	18.62	30.19	4943.24	8146.25
<b>全球股指</b>					
標普500指數	5762.48	2.02	20.81	4103.78	5767.37
道瓊斯工業指數	42330.15	1.85	12.31	32327.20	42628.32
納斯達克綜合指數	18189.17	2.68	21.17	12543.86	18671.07
富時100指數	8236.95	-1.67	6.51	7279.86	8474.41
德國DAX 30指數	19324.93	2.21	15.36	14630.21	19491.93
日經225指數	37919.55	-1.88	13.31	30487.67	42426.77

## 經濟資料

中國9月份製造業PMI 環比8月份的49.1上升至49.8。在主要分項指數中，新訂單指數從48.9上升至49.9，產出指數從49.8上升至51.2，就業指數從48.1上漲至48.2。非製造業PMI從8月份的50.3下降至9月份的50.0，其中服務業PMI從50.2下跌至49.9。根據調查顯示，9月份鐵路和航空運輸、郵政、電信和衛星傳輸服務行業的PMI均在55以上，而資本市場服務、家庭服務和房地產服務行業的PMI均低於50。建築業PMI從8月的50.6上升至9月的50.7，相較前幾年依舊處於較低水準。

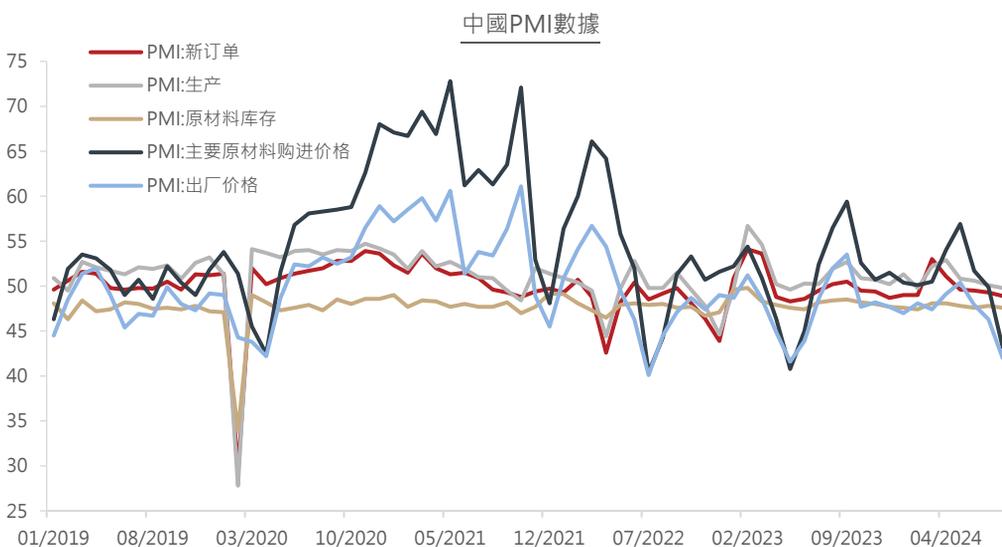
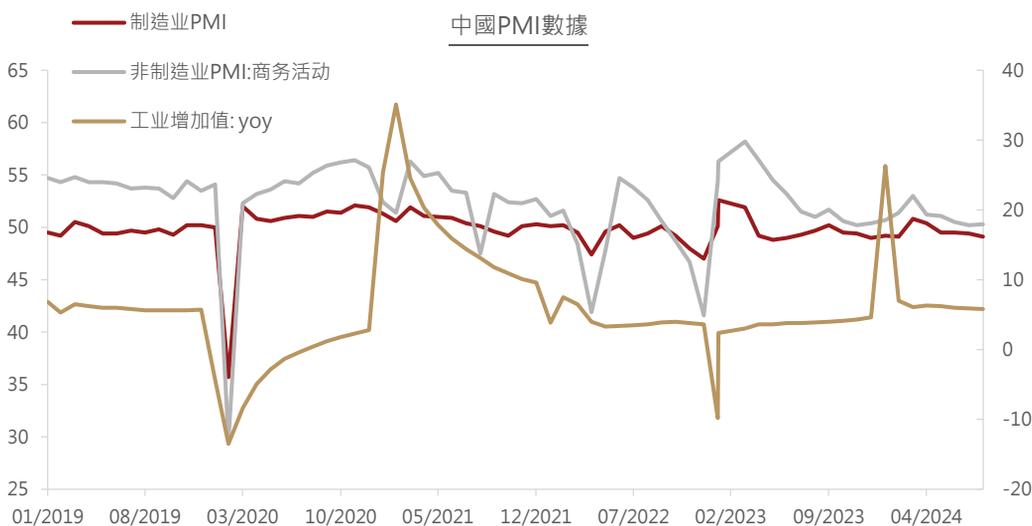
## 市場展望與行業配置

展望未來，我們對中國股市保持長期積極的觀點。9月24日金融政策的組合拳以及9月26日政治局會議對於政策的調整和表態，基本都是沿著降低融資成本和提振投資回報預期的兩條思路展開。降息、降准、降低首付比例和存量按揭利率等舉措主要就是為了降低融資成本和加杠杆的門檻，而另一方面，為了穩定資產價格和投資回報預期，央行創設兩個新的結構性貨幣政策工具用來穩定股市價格，並且還首次提出明確目標性表述“促進房地產市場止跌回穩”，大超市場預期。此外，政治局會議通稿還指出要把促消費和惠民生結合起來，促進中低收入群體增收，此舉本身就較為超預期，如果能落地的話將會中國經濟帶來更大的正面影響。

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。我們也會審慎關注一些主題投資機會，包括人工智慧和中國特色估值體系下的優質央國企價值重估。

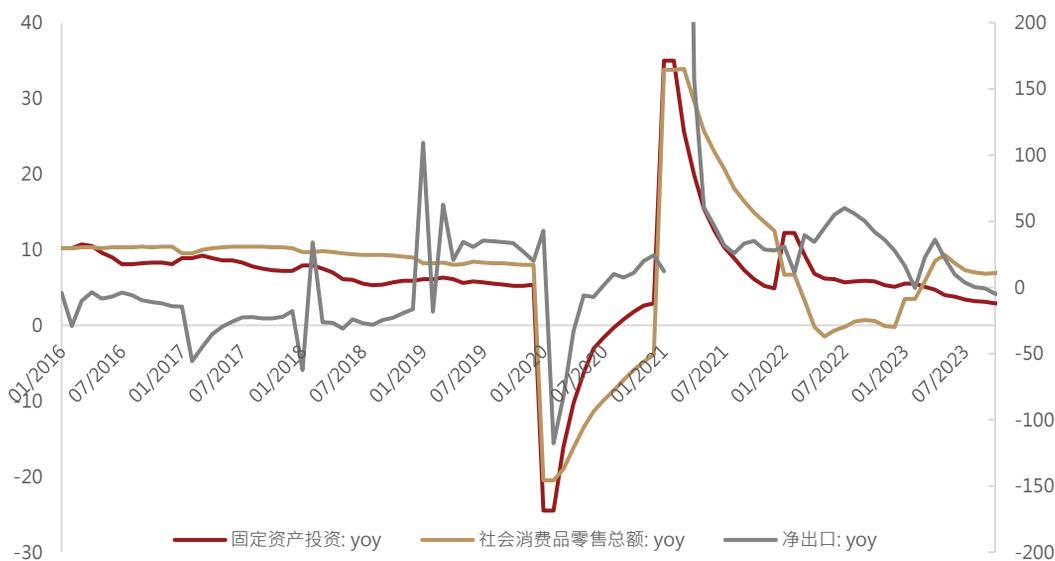
## 風險

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。



資料來源：若未特別注明，本檔資料來自華夏基金(香港)、彭博、萬得，截至2024年9月30日。資料顯示僅供資訊及參考用途，歷史資料并不代表未來發展趨勢。

中國經濟活動



美國正式開始降息週期，首次降息50bp的幅度超過市場大部分投資人先前預期，體現了美聯儲不願落後曲線，並在大選前呵護就業市場和金融市場較強的決心。儘管市場對於年內降息幅度依舊抱有較大的期待，但目前美國經濟狀況並未發生大幅惡化，鮑威爾預計會根據經濟尤其是就業資料決定降息幅度，不排除減慢降息速率的可能。此外，中國資產情緒的提升以及美國流動性的釋放預計也會對全球其他國家尤其是新興市場產生一定邊際利好，但在美國大選和潛在地緣衝突的背景下，仍然需要關注尾部風險。

### 市場表現

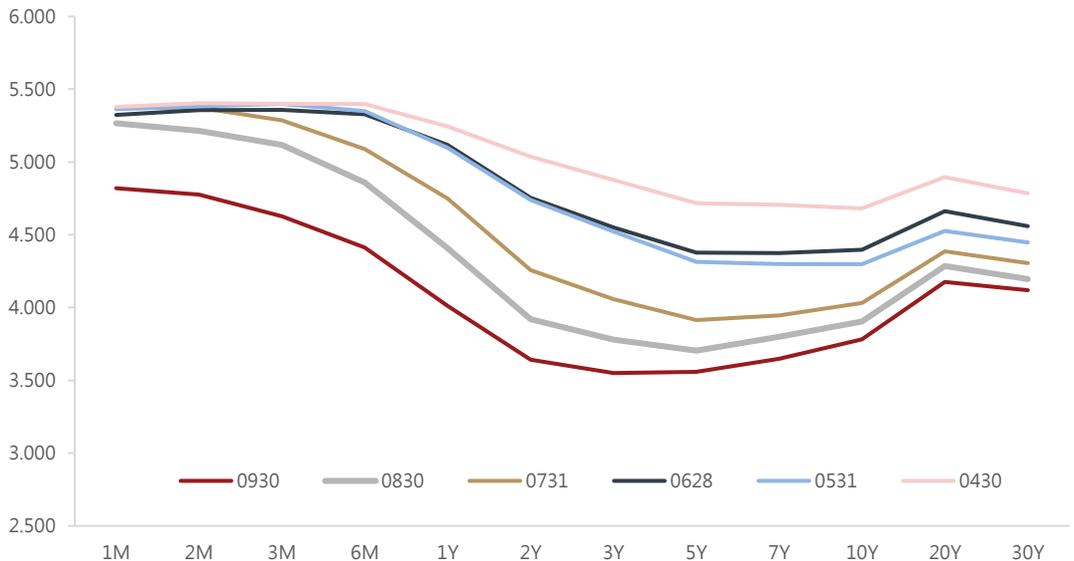
隨著美聯儲降息50bp，9月市場整體風險情緒高漲。9月FOMC會議美聯儲宣佈降息50bp略超市場預期，鮑威爾強調維持就業的重要性但並不建議將降息“50bp”視為基準，發佈會相對偏鷹。點陣圖顯示預計年內仍會降息2次共50bp（分歧較大）但市場定價更為激進。靴子落地後風險資產繼續上漲，標普指數，黃金創下新高，AH股在政策提振下暴漲，除原油外多數大宗商品反彈。

美國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%	中國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	3.64	-28	-61	3.50	5.26	3Y	1.61	-6	-68	1.45	2.53
5Y	3.56	-14	-29	3.38	4.99	5Y	1.85	0	-54	1.68	2.64
7Y	3.65	-15	-23	3.48	5.03	7Y	2.11	3	-43	1.87	2.75
10Y	3.78	-12	-10	3.60	5.02	10Y	2.21	3	-35	2.02	2.74
30Y	4.12	-8	9	3.89	5.18	30Y	2.37	-1	-46	2.12	3.03

日本	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%	德國	現值 %	一月變動bp	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2Y	0.39	2	34	0.00	0.47	2Y	2.07	-32	-34	1.99	3.25
5Y	0.51	0	30	0.16	0.68	5Y	1.95	-24	0	1.84	2.89
7Y	0.60	-3	23	0.30	0.85	7Y	1.93	-21	-1	1.83	2.94
10Y	0.86	-4	25	0.56	1.11	10Y	2.12	-18	10	1.89	3.03
30Y	2.09	-1	46	1.48	2.31	30Y	2.46	-9	20	2.12	3.26

美國國債收益率曲線



固定收益

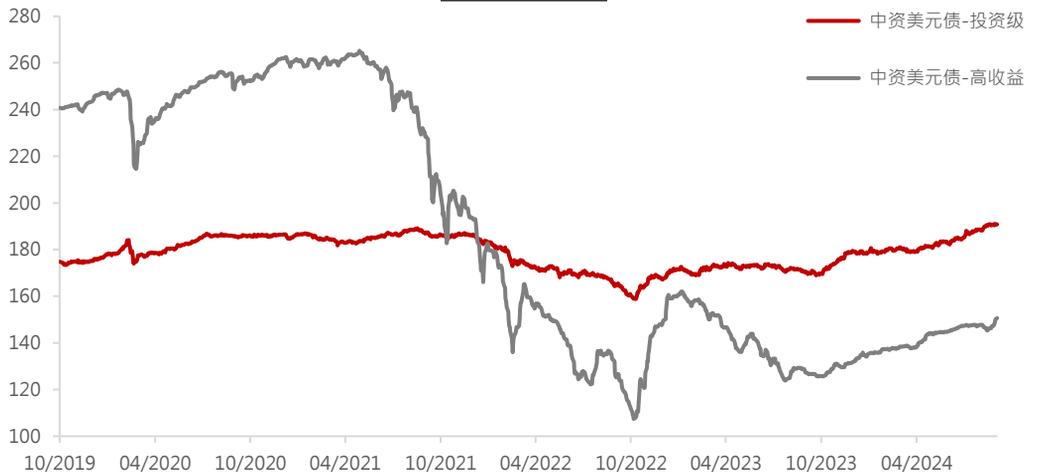
美國十年期國債收益率



美債收益率全月呈現牛陡行情，主要下行時段發生在降息落地之前。2年期美債年初以來已經下行超60bp，而且長端30年期美債僅下行8bp至4.12%。信用債方面，一級供給同比增長30%創下記錄，但強勁的需求令二級信用利差繼續收窄，距離5月利差低點距離不遠。在此背景下，信用債連續第五個月錄得正收益，中資美元債也在月末跟隨市場情緒利差大幅收窄。

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	53	3	(4)	47	83
高收益 CDX	329	7	(27)	306	533
新兴市场 CDX	163	1	11	153	247
主要债券指数					
亚洲美元公司债	478	1.4%	7.4%	416	478
中资美元债 投资级	224	1.4%	6.6%	198	224
中资美元债 高收益	183	2.9%	19.1%	143	183
美国投资级	3426	1.7%	5.8%	2929	3441
美国高收益	1718	1.6%	8.1%	1457	1718
新兴市场公司债	467	1.5%	8.0%	401	468
全球投资级债券指数	488	1.7%	3.6%	429	490
全球1-3年投资级债券指数	181	1.3%	3.7%	166	181

中資美元債指數



## 經濟資料

美國8月CPI同比增長2.5%，儘管核心CPI由於房屋分項環比增速有所反彈，但市場擔憂繼續緩解。隨著天氣因素擾動的剔除，8月美國新增非農就業小幅恢復，失業率並未繼續惡化，但V/U的回落顯示就業市場的走弱。此外，美國消費初見走弱信號，而利率敏感分項如房屋則相對穩定。歐洲方面，通脹繼續降溫，歐央行降息25bp，日本央行按兵不動，但新首相對市場產生一定擾動。

## 市場展望與行業配置

美國正式開始降息週期，首次降息50bp的幅度超過市場大部分投資人先前預期，體現了美聯儲不願落後曲線，並在大選前呵護就業市場和金融市場較強的決心。儘管市場對於年內降息幅度依舊抱有較大的期待，但目前美國經濟狀況並未發生大幅惡化，鮑威爾預計會根據經濟尤其是就業資料決定降息幅度，不排除減慢降息速率的可能。此外，中國資產情緒的提升以及美國流動性的釋放預計也會對全球其他國家尤其是新興市場產生一定邊際利好，但在美國大選和潛在地緣衝突的背景下，仍然需要關注尾部風險。

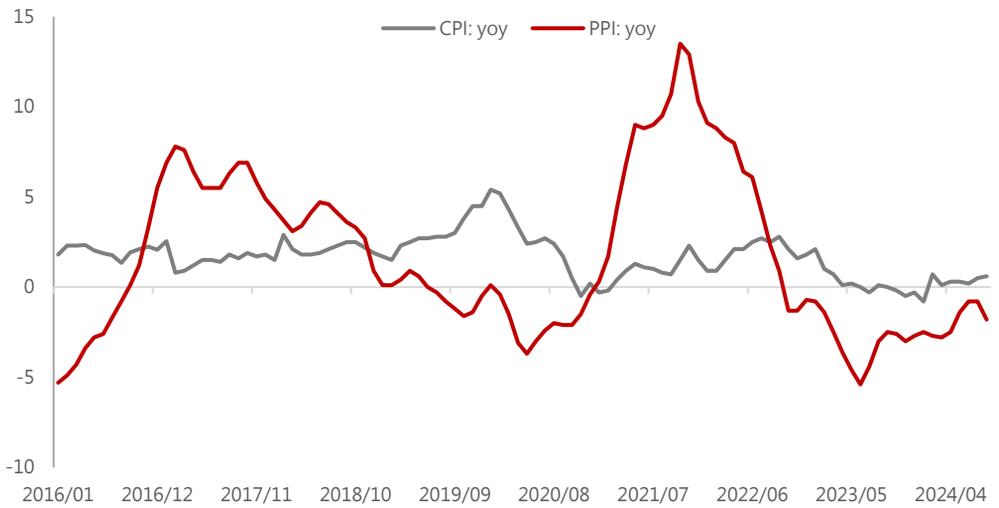
如果將本輪降息與1995年的預防式降息類比，在上輪週期中，固定收益類資產並未在靴子落地後有良好的表現，此外在大財政背景下，需要警惕美債利率尤其是長端反彈的風險。信用債方面，短端融資成本的下降和曲線形態的修復仍會產生一定邊際的技術支撐，以AT1為代表的高息高beta資產在9月持續上漲也體現了投資者對於收益率的追逐。但考慮到當前的估值以及日益臨近的美國大選，我們仍認為保持相對分散具有較高的必要性。

中國央行在九月超預期幅度和提前推進寬鬆貨幣政策，包括7天逆回購利率降息20bps至1.5%，14天逆回購利率降息10bps至1.85%，MLF降息30bps至2%，準備金降准50bps至9.5%；本次LPR未降息但市場對其後續有20-25bps降息預期。政治局會議分析研究當前經濟形勢和經濟工作下半年談及經濟多在10和12月，因此本次算提前。除出口資料向好外，其他經濟資料不足以支撐基本面，加上進入四季度冬季北方經濟投資活動將減緩，政策面未必能在基本面有快速提升。目前資本市場上市市的PE估值已經接近翻倍過去前2-3年的估值，主要是買盤、情緒等驅動，在當下是合理的；但若回歸基本面的話，需要財政政策發力和超過5%或回到疫情前的GDP水準來支撐。市場關注10月底前關於財政政策的相關資訊，新增2萬億特別國債是基準線，若能超出此規模或者有中央直接購地購房舉措則屬於超預期。值得一提的是，其他央行和美聯儲的降息，也為中國央行降息打開了順週期的大門，以及美元資產短期見頂也為全球多資產基金將錢投入中國市場提供機會，因此本輪人民幣和中國股市的上行，既有自身政策也有外部大環境。

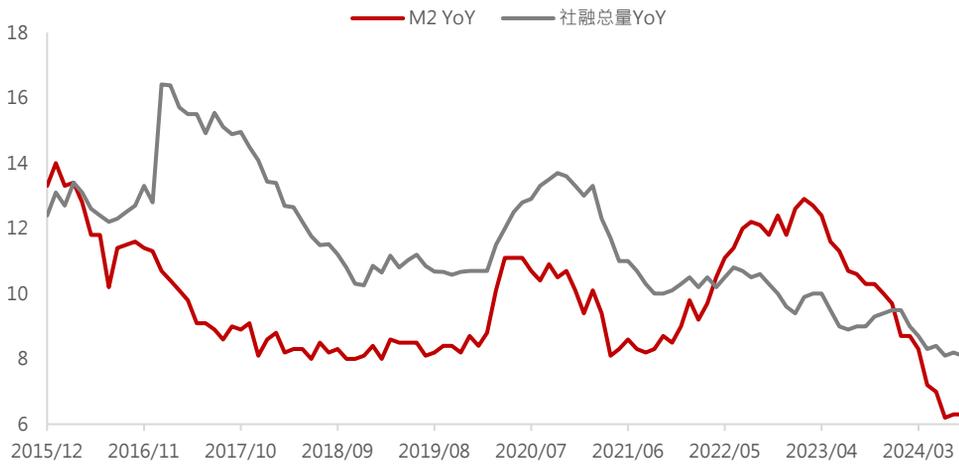
USDCNH即期從7.09先上行至7.14隨後快速下行至6.97，目前交易在7.02。可謂天時地利的內外因包括企業爭先結匯、美元和美金利率走低、中國政策超預期、股市情緒向好和資本流入、人民幣資金面收緊。技術面來說7的支撐位已經破了，下一個強支撐位在6.9。USDCNH掉期顯著上行，滯後了境內USDCNY約一個月，本輪上行主要由於中美利差縮窄，以及先前本身不正常的掉期位置也不可持續，現在算基本恢復正常，整條掉期曲線仍然倒掛但對沖成本縮窄到2.1-2.7%了，目前這個位置算是一個均衡合適的水準。國債利率V型走勢，先下後上，波幅約15-20bps，利率曲線趨陡峭，預計陡峭將持續，短期主要受到政策面和股市作用，如果後續增發特別國債和股市繼續上漲，10年期阻力位2.3%，30年期阻力位在2.5%。

# 固定收益

中國通脹資料



中國貨幣總量



免責聲明：

本資料僅供指定收件人之資訊及參考之用，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佈的區域居住之人士。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定，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，然後繼續閱讀本資料所包含的資訊。

本資料所載之資訊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。於製作本資料時，本公司依賴及假設公共媒介提供的資料的正確性及完整性。本公司認為本檔所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該資料的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本資料內所提供之資訊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資料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。發佈人：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、分發或複製本資料或本資料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](http://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](mailto:hkservice@chinaamc.com)

電話: (852) 3406 8686

關注我們: 華夏基金香港

