

2023年9月25日 总第221期

每周市场洞察报告

每周一图	02
数据纵览	03
市场观察	05
投资视角	08
其他观察	09
趋势跟踪	10

每周一图：美联储加息周期已近尾声，把握锁定较高到期收益率机遇

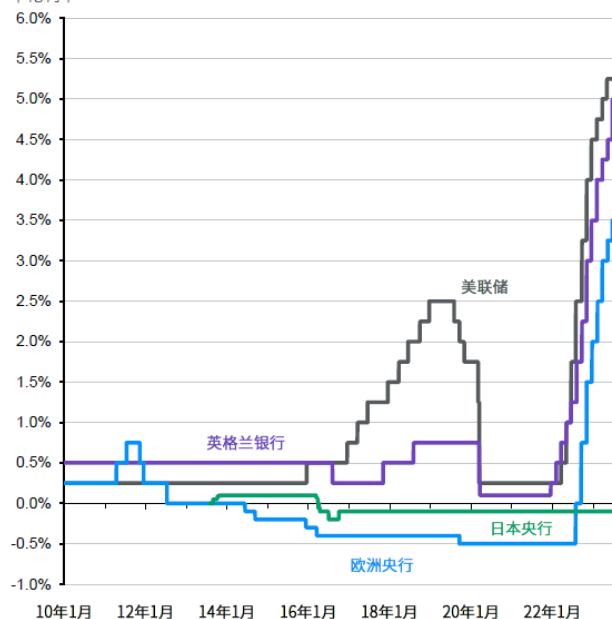
本图表摘自于 第三季度《环球市场纵览 — 中国版》



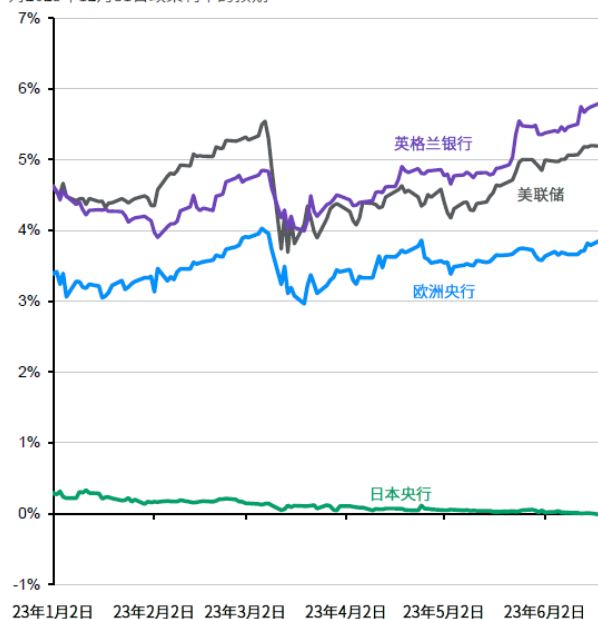
全球经济：四大经济体央行政策利率及市场预期

中国版 23

四大经济体央行主要政策利率
年化利率



主要央行加息预期*的变化
对2023年12月31日政策利率的预期



美联储加息周期已近尾声，把握锁定较高到期收益率机遇

美联储保持鹰派，但加息周期正在接近尾声。鉴于美国经济的韧性和通货膨胀逐渐下降的趋势，降息或尚需时日。

这意味着美债收益率在未来 6 个月下行的可能性更大，目前是锁定较高到期收益率，并为投资组合创造现金收入的机会。其他长期资产，如成长型股票（包括科技股）和黄金，也可能受益于收益率下降。

资料来源：摩根资产管理；（左图）FactSet，美联储，英格兰银行，欧洲央行，日本央行；（右图）彭博。
*加息预期为基于彭博世界利率概率（WIRP）推算的远期利率。
过往表现并非当前及未来业绩的可靠指标。
《环球市场纵览—中国版》。反映截至2023年6月20日的最新数据。

摩根
资产管理

数据纵览：全球主要资产表现回顾

全球股票指数

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
MSCI全球	-2.7	9.5	14.4	18.4
MSCI发达市场	-2.7	10.6	15.7	22.9
MSCI新兴市场	-2.1	0.8	4.5	-11.0
MSCI亚太不含日本	-2.3	-1.7	3.9	-10.7
MSCI欧洲	-1.9	6.8	23.3	17.1
标普500	-2.9	12.5	15.0	30.3
上证综指	0.5	1.4	0.8	-4.3
英国	-0.4	3.1	7.3	31.8
德国	-2.1	11.7	24.1	23.5
香港	-0.7	-8.7	-0.5	-23.9
日本	-3.4	24.2	19.3	38.7
澳大利亚	-2.9	0.4	5.5	22.2
韩国	-3.6	12.2	7.5	7.5
台湾	-3.4	15.6	14.4	29.3
印度	-2.7	8.5	11.7	74.9
俄罗斯	-3.3	41.5	39.2	5.7
巴西	-2.3	5.7	1.7	19.2

债券指数

	收益率	过去一周	过去一月	今年至今
10年美债收益率 (bps)	4.44	11.00	10.00	56.00
10年中债收益率 (bps)	2.68	3.76	12.12	-15.77
中证全债指数 (%)	-	-0.2	-0.7	1.2
中证国债指数 (%)	-	-0.2	-0.9	1.2
中证国开债指数 (%)	-	-0.1	-0.6	0.5
AAA信用债指数 (%)	-	0.0	0.0	0.0
AA信用债指数 (%)	-	0.0	0.0	0.0
中证转债(%)	-	0.1	-0.9	2.4

大宗商品和另类

(%)	过去一周	过去一月	过去三月	今年至今
布伦特原油	-1.6	10.0	24.7	7.6
伦铜	-2.5	-2.0	-4.4	-2.1
CRB商品指数	0.1	0.4	-0.6	-0.3
COMEX黄金	-0.1	1.0	1.1	6.5
COMEX白银	1.9	1.6	6.0	-0.9
富时发达市场REITs	-2.8	-3.3	-1.4	-5.0

外汇

(%)	过去一周	过去一月	过去三月	今年至今
离岸人民币兑美元	0.2	-0.1	1.4	5.5
美元指数	0.3	1.9	3.1	2.0

资料来源：Wind, Bloomberg; 数据截至 2023/9/22

数据纵览：中国主要指数及行业表现回顾

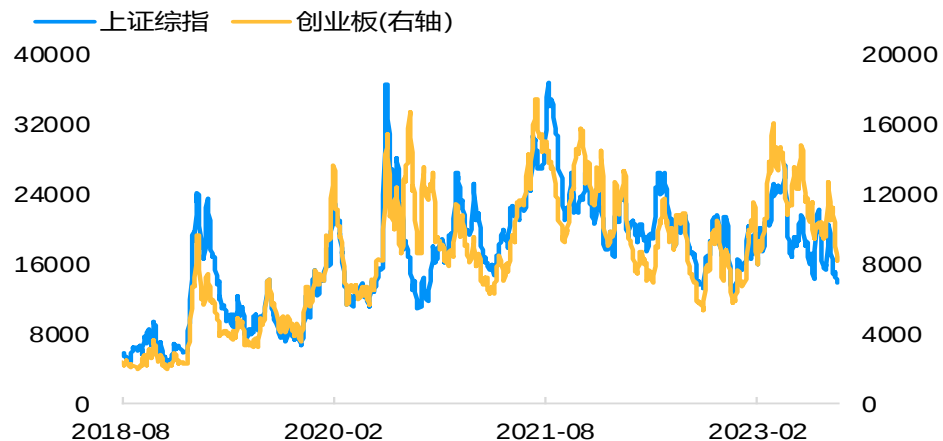
市场指数

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
上证综指	0.5	1.4	0.8	-4.3
沪深300	0.8	-3.4	-3.4	-19.3
中证800	0.6	-3.3	-3.7	-17.4
中证500	-0.1	-2.8	-4.5	-10.4
中小板指	0.3	-12.0	-15.3	-25.4
创业板指	0.5	-14.2	-13.2	-21.2
恒生指数	-0.7	-8.7	-0.5	-23.9
恒生国企	-0.7	-6.6	1.1	-34.6
中概股1)	-2.6	-0.9	2.8	-47.4
MSCI中国	-0.8	-8.1	-0.5	-39.3

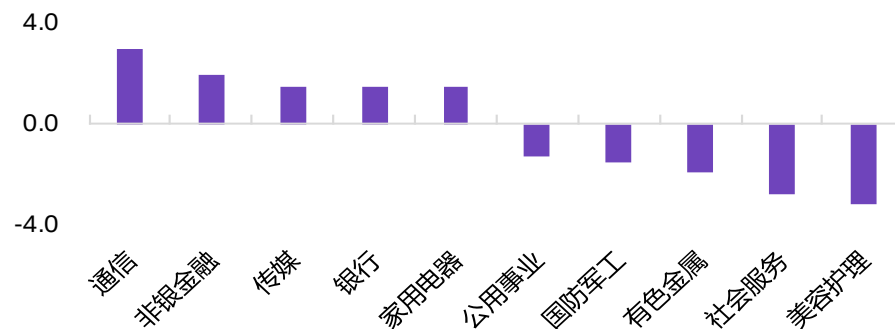
风格指数²⁾

(%)	过去一周	今年至今	过去一年	过去三年
大盘成长	0.1	-12.6	-12.9	-23.6
大盘价值	1.4	7.4	8.7	-7.3
中盘成长	-0.3	-16.7	-19.0	-23.5
中盘价值	-0.1	4.5	0.9	-6.5
小盘成长	-0.1	-6.6	-12.5	-12.0
小盘价值	0.1	3.0	0.2	4.0

上周成交量 (亿元)



上周行业涨跌幅 (%)



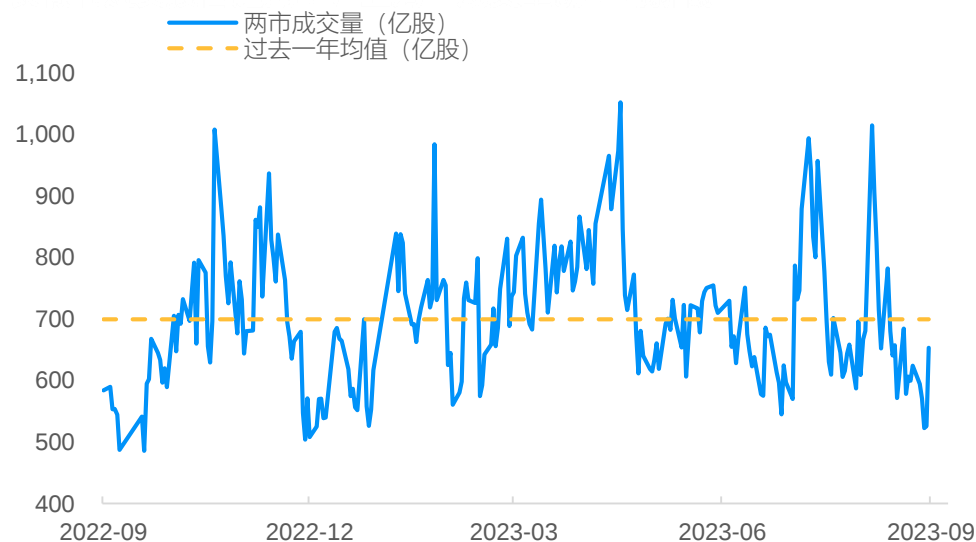
资料来源：Wind；1) 纳斯达克中国金龙指数；2) 巨潮风格系列指数。数据截至2023/9/22

市场观察(1) A股

“地量”后迎强劲反弹，主要指数全面收涨

- **“地量”后迎强劲反弹，主要指数全面收涨：**在成交量创下年内新低以及美联储加息利空落地之后，中国股市在上周五展开强劲反弹，主要指数一举收复此前数日的失地，沪深300、上证综指、创业板指全周皆转为上涨。随着长假临近，市场交投趋于清淡，**上周三两市成交量一度降至523亿股，为去年12月23日以来新低，即便是普涨的周五成交量也低于近一年700亿股的均值。**
- **四季度是中国股市“旺季”，胜率与赔率均优于其他季度：**长假临近市场交投清淡实属正常，出于回避假期期间不确定性的想法，部分投资者会盘算着是否要在节前离场。然而从过往十年的经验来看，**四季度是中国股市的“旺季”，无论胜率还是赔率都明显优于另外三个季度：**沪深300和MSCI中国指数在四季度的平均涨幅为7.60%和3.75%，上涨概率为80%（8/10）和70%（7/10）。

长假临近交投日趋清单，上周三成交量创年内新低



资料来源：万得；（左）数据区间2022.09.23-2023.09.22；（右）摩根资产管理统计

过往十年的四季度，中国股市呈现高胜率、高赔率特征

过往十年（2013.07-2023.06）				
	MSCI中国（美元计价）		沪深300	
	平均回报（%）	上涨概率	平均回报（%）	上涨概率
一季度	0.96	50%	-0.03	40%
二季度	1.34	60%	2.18	60%
三季度	-2.84	50%	-1.21	50%
四季度	3.75	70%	7.60	80%

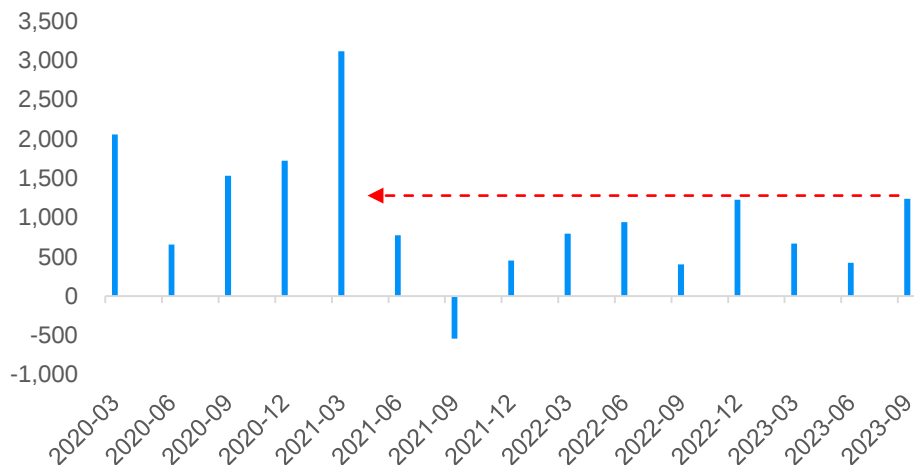
市场观察(2) 港股

陆资净流入创十个季度新高，科技为矛、红利为盾或是较优组合

- **陆资三季度净买入逾千亿元，为2021年一季度以来最大：**港股上周五跟随A股大幅反弹，恒生指数大涨2.3%、收复18000点，恒生科技板块大涨，港股通高股息类指数更是全周以上涨收报。随着美联储加息尾声临近，港股的利好因素正在聚集，投资价值持续上升背景下南下资金三季度以来大举加仓，截至9月21日三季度累计净买入逾1258亿元，为2021年一季度以来最大季度净买入。
- **港股积极因素在积聚，科技为矛、红利为盾或是较优组合：**近期美联储加息预期虽因通胀数据有所反复但总体接近尾声，另一方面近期公布的中国经济数据显示经济整体向好，企业盈利有望触底回升，而港股估值当前仍在低位且前期影响港股的汇率因素近期也有一定好转。此外，回购作为港股增量资金，有望扮演越来越重要的角色。恒生指数公司上周预计，港股市场2023年年度回购金额可能达到929亿港元，是过去五年平均水平的近四倍；今年截至9月15日，港股回购金额已达到735亿港元。随着港股配置价值不断上升，以科技板块为矛、以红利策略为盾，或是投资者较优的配置策略。

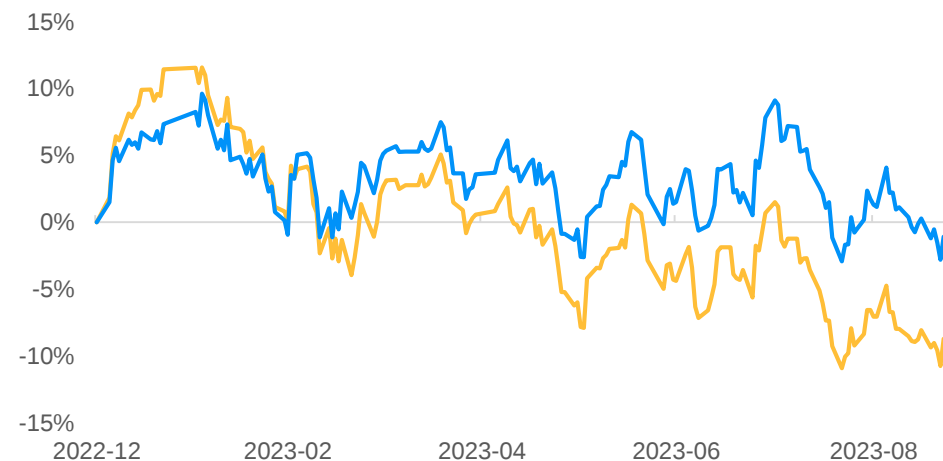
本季度迄今，陆资净买入规模创2021年一季度以来新高

港股通季度净买入规模（亿元）



“矛盾”组合今年迄今实现了较好的超额收益

恒生指数 50%恒生科技+50%港股通低波红利指数



资料来源：万得，数据截至2023.09.22（左）数据起始于2020.03，季度数据；（右）今年以来回报数据，以2022.12.31收盘价为基准。测算收益不等于实际收益。以上测算仅作参考，不作为收益保证或投资建议。指数的过往表现并不预示其未来表现，也不构成对基金业绩表现的保证。标普港股通低波红利指数2018年、2019年、2020年、2021年、2022年的指数收益率分别为-5.58%、1.33%、-24.3%、6.96%、-4.07%。

市场观察(3) 海外

美联储如期按兵不动，鹰派立场加剧海外波动

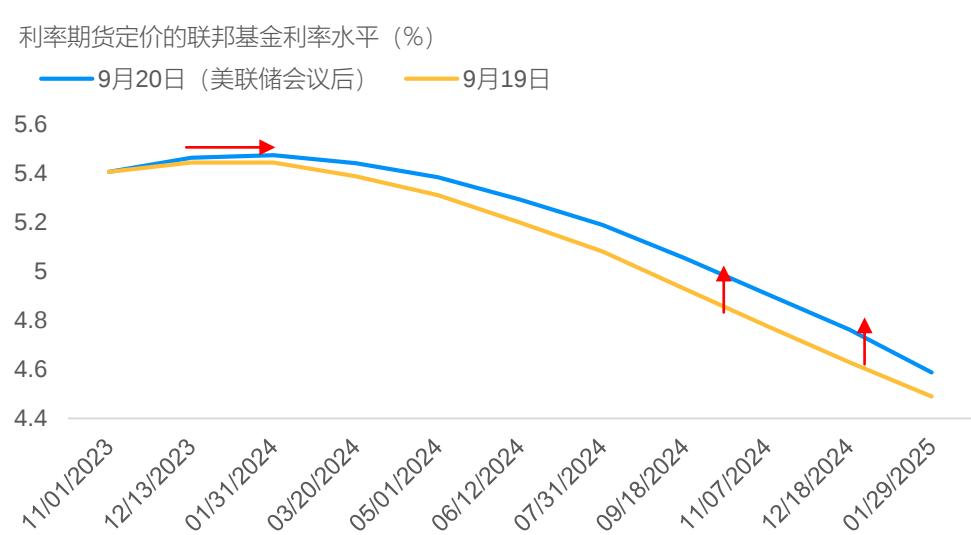
- **美联储如期按兵不动，鹰派立场加剧海外波动：**美联储9月会议上如期维持利率不变，但强化了鹰派立场，预计年底前将再加息一次，且2024年的降息时点被推迟、幅度被压降。美联储最新发布的利率点阵图显示，联邦基金利率目标区间今年将在5.50%-5.75%触顶，这意味着还有一次25个基点的加息；2024年利率只会下降50个基点，6月时的预测则是下降100个基点。声明和预测发布后，美债收益率攀升至10余年来的高位，美股下跌，美元续创5个月新高。
- **加息周期迈向尾声，关注三大投资启示：**尽管美联储保持鹰派，但从大趋势来讲美国加息周期正在接近尾声；鉴于美国经济的韧性和通货膨胀逐渐下降的趋势，降息或许尚需时日。这意味着美债收益率在未来6个月下行的可能性更大，目前是锁定较高到期收益率，并为投资组合创造现金收入的机会，尤其是美国国债和投资级企业债券值得重点关注；其他长期资产，如成长型股票（包括科技股）和黄金，也可能受益于收益率下降；较低的现金利率也可能使高股息股票对需要获得现金收入的亚洲投资者更具吸引力。

上调增长、下调失业，乐观经济预测支撑鹰派论调

美联储9月经济数据预测 vs (6月)					
预测中位数	2023	2024	2025	2026	长期
GDP	↑ 2.1% (1.0%)	↑ 1.5% (1.1%)	1.8% (1.8%)	1.8%	1.8% (1.8%)
失业率	↓ 3.8% (4.1%)	↓ 4.1% (4.5%)	↓ 4.1% (4.5%)	4.0%	4.0% (4.0%)
PCE	3.3% (3.2%)	2.5% (2.5%)	2.2% (2.1%)	2.0%	2.0% (2.0%)
核心PCE	3.7% (3.9%)	2.6% (2.6%)	2.3% (2.2%)	2.0%	N/A

资料来源：（左）美联储；（右）彭博，反映相应日期联邦基金利率期货定价所隐含的利率水平

9月会议后市场推迟了降息时点预期、降低了降息幅度



投资视角：美联储保持鹰派，但加息周期正在接近尾声



蒋先威

摩根资产管理中国
资深环球市场策略师

资料来源：摩根资产管理

我们仍然认为，加息周期已经接近尾声，不仅对美国，而且对大部分发达经济体都是如此。日本具有特殊性，可能在2024年的某个时候结束负利率政策。

加息周期的结束并不意味着降息周期会很快开启。鉴于通货膨胀仍然高于目标水平，美联储将希望尽可能延长高利率的时间，仅仅在2024年中，通货膨胀水平接近政策目标时，降息操作才有可能出现。

这也意味着，随着高利率水平继续影响美国经济，经济增长或将继续降温。在债券市场，这一前景意味着收益率曲线会出现牛市趋陡的走势。整个收益率曲线可能下移，但短端下降幅度超过长端。鉴于美国国债收益率曲线目前仍然严重倒挂，陡峭化意味着收益率曲线倒挂的幅度会下降。

这可能会为考虑选择长久期资产的投资者提供机会，并且不仅仅限于收益率曲线的长端。我们认为，收益率下降和经济增长疲软可能会使投资级信用债在近期跑赢高收益企业债券。

考虑到估值调整的潜在推动作用，美国成长股和科技股也可能受益于国债收益率下行，尽管美国科技股在今年已经受益于人工智能行情。

对于亚洲投资者而言，区域内现金利率下行也可能使亚洲高股息股票更具吸引力。美元目前受到套息交易的支持，并且可能在短期内继续保持强势。然而，一旦美联储确认加息周期结束，高昂的汇率将使美元承受下行压力。

三个关键点：

1. **美联储保持鹰派，但加息周期正在接近尾声。** 鉴于美国经济的韧性和通货膨胀逐渐下降的趋势，我们需要等待一段时间才能看到降息。
2. **这意味着美债收益率在未来 6 个月下行的可能性更大，目前是锁定较高到期收益率，并为投资组合创造现金收入的机会。** 在债券和股票之间，我们将优先关注债券。我们将从美国国债和投资级企业债券开始增加关注度，因为这些债券在经济增长疲软的情况下更具韧性
3. **其他长期资产，如成长型股票（包括科技股）和黄金，也可能受益于收益率下降。** 较低的现金利率也可能使高股息股票对需要获得现金收入的亚洲投资者更具吸引力。

其他观察

● 美国众议院支出法案停滞不前

美国众议院上周以214:212的投票结果否决了一项旨在就8680亿美元的2024财年国防拨款法案展开辩论的议案，五名强硬派共和党保守派与民主党人一道反对本党的议案。众议院以及民主党占多数的参议院只有不到两周的时间，需要通过短期或长期的拨款措施以避免政府停摆。即使众议院共和党人能够推进国防法案或短期措施，也将面临国会民主党人和白宫的强烈反对，白宫已经威胁要否决国防法案。

● 日本央行按兵不动，维持货币政策不变

日本央行上周五重申，如有必要将毫不犹豫地加码刺激政策。行长植田和男表示，日本央行还未处于通胀目标达成的阶段，如果可以看到实现价格与通胀目标的前景，将考虑调整政策。当天稍早公布的日本8月份通胀略超过市场预期，CPI同比增长3.2%，虽低于前值3.3%，但超过预期3%；除去生鲜食品及能源的核心CPI同比增长4.3%，持平预期和前值。这是通胀率连续17个月徘徊在日本央行目标之上。

● 欧洲9月PMI收缩，制造业PMI连续15个月低于荣枯线

9月欧元区PMI初值为47.1，制造业PMI为43.4不及预期，服务业PMI为48.4好于预期，但三项数据均处于收缩区间，其中制造业PMI已经连续15个月低于荣枯线。法国9月PMI大幅不及预期，德国制造业PMI仍低于40，欧元区经济收缩。

● 中美成立经济领域工作组

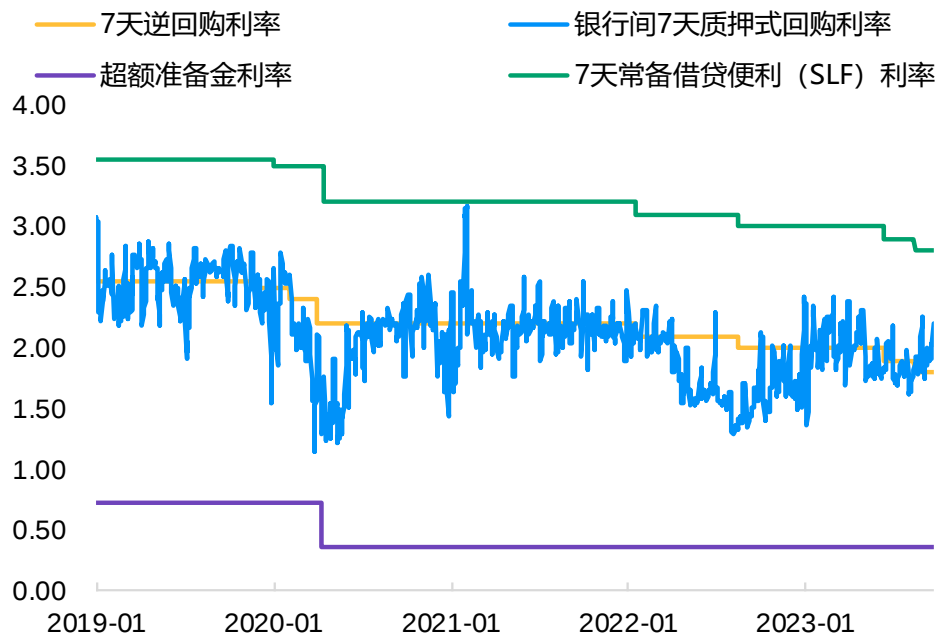
为落实中美两国元首巴厘岛会晤重要共识，根据国务院副总理、中美经贸中方牵头人何立峰与美国财政部部长珍妮特·耶伦达成的共识，中美双方商定，成立经济领域工作组，包括“经济工作组”和“金融工作组”。“经济工作组”由中美两国财政部副部长级官员牵头，“金融工作组”由中国人民银行和美国财政部副部长级官员牵头。两个工作组将定期、不定期举行会议，就经济、金融领域相关问题加强沟通和交流。

资料来源：路透，彭博等

趋势跟踪：市场利率反弹，国债收益率上行

- 截至2023/9/22，存款类机构7天质押式回购利率较前一周上行28.8bps
- 10年期国债和国开债收益率分别较前一周上行3.8个bps和3.8个bps

中国利率走廊



中国10年期国债收益率

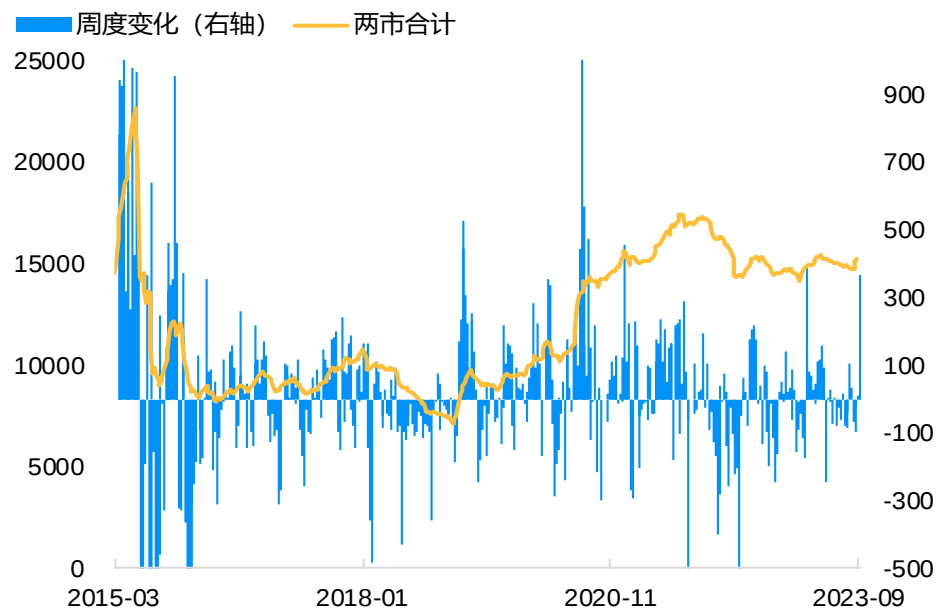


资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至 2023/9/22

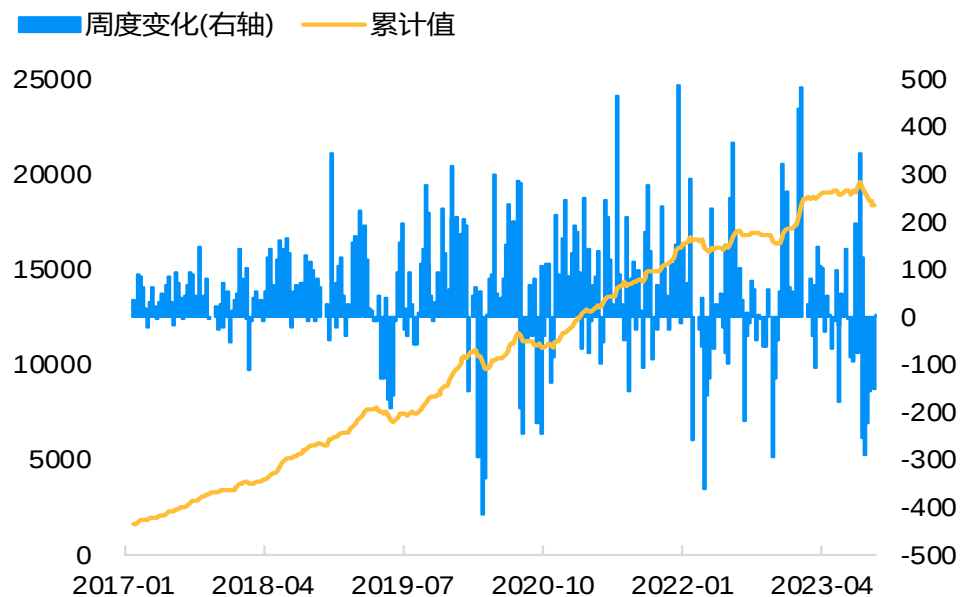
趋势跟踪：融资余额上升，北上资金净流入

- 截至2023/9/22，融资余额较前一周上升59.0亿元
- 沪深港通北上资金上周净流入0.3亿元

融资余额（亿元）



北上资金（亿元）



资料来源：Wind, Bloomberg；数据截至2023/9/22

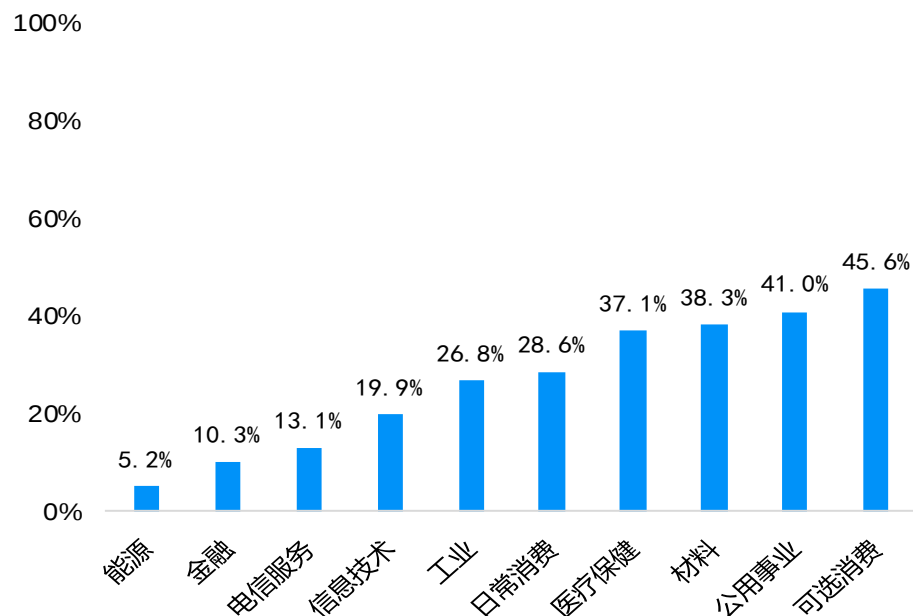
趋势跟踪： A股估值结构分化

- 截至 2023/9/22，中证800指数估值为12.99倍
- 能源、金融和电信服务等行业估值仍在相对低位

中证800指数估值（倍）



A股主要行业动态市盈率分位数*



资料来源：Wind，右图行业分类为万得一级行业；数据区间：1999.12.31 - 2023/9/22；*注释：右图市盈率分位数的测算方式为以过去20年行业的历史最低估值为0%，并以最高估值为100%建立坐标轴。按照当前估值给予分位数。

2023年三季度焦点基金 波动中宜稳健航行，聚焦中长期结构性机遇

聚焦长线潜力，把握结构性机遇

新兴动力混合 A类:377240；C类:014642	高集中高成长 聚焦新兴产业
健康品质生活混合 A类:377150；C类:015346	挖掘消费升级潜力 引领健康品质生活
动力精选混合 A类:006250；C类:013137	关注新能源等赛道 近3年排名领先*

被动投资，把握贝塔机遇

恒生科技ETF（QDII） 证券代码：513890	聚焦资讯科技行业 网罗港股科技龙头
标普港股通低波红利指数 A类：005051；C类:005052	震荡市减震利器 一键布局港股优质红利股

智慧互联股票 A类:001313；C类:016919	专注互联网主题投资 拥抱智慧生活
阿尔法混合 A类:377010；C类:015637	关注个股性价比 追求长期超额收益

闲钱理财，中低风险之选

瑞益纯债债券 A类:007329；C类:007330	精“益”求精择债 远离股市波动
-------------------------------	--------------------

退休储备，一站式解决方案

锦程均衡养老三年持有混合FOF A类:007221；Y类:017342
--

科技前沿混合 A类:001538；C类:014964	聚焦科技蓝海 网罗景气龙头
大盘蓝筹股票 A类:376510；C类:016401	汇聚细分领域龙头 分享中国增长红利

行稳致远，追求绝对收益#

强化回报混合 A类:372010；B类:372110	权益占比不高于20% 稳中求进
安隆回报混合 A类:004738；C类:004739	权益占比不高于 30% 追求稳健收益
安荣回报混合 A类:012366；C类:012367	权益类占比不高于50% 进退从“荣”

*排名数据来自银河证券，截至2023.06.30；动力精选基金在银河证券为“偏股型基金（股票上下限60%-95%）”，近3年同类排名为35/569；摩根锦程均衡养老三年持有混合FOF对每份基金份额设置了3年的最短持有期限，在最短持有期限内不可办理赎回及转换转出业务。基金名称中包含“养老”字样，并不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺。养老产品不保本，可能发生亏损。Y份额是本基金针对个人养老金投资基金业务设立的基金份额。#绝对收益指本基金力争为投资人带来绝对回报，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。

摩根

资产管理

J.P.Morgan
ASSET MANAGEMENT

摩根基金管理（中国）有限公司

网址：am.jpmorgan.com/cn

客服电话：400 889 4888 电话：021-20628000

地址：上海浦东新区富城路99号震旦大厦25楼 邮编：200120

关注官方微信号，了解更多



上投摩根基金管理有限公司于2023年4月正式更名为摩根基金管理（中国）有限公司。摩根基金管理（中国）有限公司在中国内地使用「摩根资产管理」及「J.P. Morgan Asset Management」作为对外品牌名称，与JPMorgan Chase & Co.集团及其全球联署公司旗下资产管理业务的品牌名称保持一致。摩根基金管理（中国）有限公司与股东之间实行业务隔离制度，股东不直接参与基金财产的投资运作。

风险提示：投资有风险，在进行投资前请参阅相关基金的《基金合同》、《招募说明书》和《基金产品资料概要》等法律文件。基金名称中包含“养老”字样，并不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺。养老产品不保本，可能发生亏损。本资料为仅为宣传用品，不作为任何法律文件。基金管理人承诺以诚实信用，勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，同时基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成对基金业绩表现的保证。上述资料并不构成投资建议，或发售或邀请认购任何证券、投资产品或服务。所刊载资料均来自被认为可靠的信息来源，但仍请自行核实有关资料。观点和预测仅代表当时观点，今后可能发生改变。