

# 工银资管(全球)投资月报

2020年1月

## 股票市场回顾

1月环球市场承压，MSCI环球指数下跌1.17%。月初憧憬中美首阶段贸易协议签署，风险资产获得支持，掩盖中东局势紧张的风险，各大市场纷纷上行；而月末受累于中国新型冠状病毒疫情扩散影响，投资者忧虑全球经济前景将受冲击，环球市场下行。

受疫情影响，1月份MSCI中国指数下跌5.15%，恒指下跌6.66%。月初受到经济数据优于预期、人行降准，同时贸易关系好转带来的利好市场情绪，AH股均走高。经济数据方面，2019年全年GDP增长6.1%，符合预期，稳增长的政策方向也比较明确。1月官方制造业PMI指数放缓至50.0，符合预期，非制造业PMI攀升至54.1，优于预期。月末随着中国新型冠状病毒蔓延，市场风险偏好下降，新型冠状病毒确诊病例超过非典疫情时的官方病例数量，世界卫生组织召开突发事件委员会会议，将新型冠状病毒疫情列为国际公共卫生紧急事件，但由于WHO强调不建议实施旅行和贸易限制，并肯定中国防控疫情的努力，好于市场前期预期，提升投资者情绪。

美股市场1月微跌0.16%，跑赢其他市场。除了中美贸易关系改善外，美股Q1业绩乐观和对新一轮减税的憧憬也是推动因素。美联储维持基准利率不变，主席鲍威尔表示经济前景仍存在不确定性，正密切监控新型冠状病毒的影响。制造业PMI由前值高位回降至52.4，非制造业PMI提升至55，与制造业PMI持续下行和收缩形成鲜明对比。

欧洲议会投票通过英国脱欧协议，暂时避免英国无序脱欧局面，不过苏格兰方面表示将举行新一轮独立公投。德国政府提高2020增长预期，并承诺进行投资，以保持竞争力。欧洲央行会议纪录显示，欧元区经济放缓最坏时刻已经过去，但一些利率决策者对目前刺激政策的效果感到担忧。

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
<b>股票市场</b>				
MSCI全球	-1.17	4.53	6.54	-1.17
标普500	-0.16	6.19	8.23	-0.16
道琼斯工业	-0.99	4.47	5.18	-0.99
欧洲STOXX 50	-2.78	1.01	5.02	-2.78
日本 225	-1.91	1.21	7.82	-1.91
MSCI新兴市场	-4.69	1.95	2.44	-4.69
MSCI新兴亚洲	-4.50	2.57	4.71	-4.50
MSCI拉美	-5.69	-0.93	-3.24	-5.69
MSCI亚太除日本	-3.72	1.92	2.51	-3.72
MSCI印度	-0.84	0.71	7.90	-0.84
MSCI香港	-4.79	-3.30	-8.46	-4.79
MSCI中国	-5.15	3.92	3.34	-5.15
<b>债券市场</b>				
2年期美国国债	-0.25	-0.21	-0.56	-0.25
5年期美国国债	-0.38	-0.21	-0.51	-0.38
10年期美国国债	-0.41	-0.18	-0.51	-0.41
Markit亚洲(除日本)投资级CDS指数(5年)	-4.63	-11.38	-7.44	-4.63
Markit北美投资级CDS指数(5年)	4.89	-4.90	-5.02	4.89
Markit欧洲投资级CDS指数(5年)	1.99	-5.70	-3.71	1.99
中国美元国债5年期CDS	10.80	2.13	1.65	10.80
JACI投资级信用利差	5.98	-3.27	-0.52	5.98
JACI高收益级信用利差	18.10	-5.41	17.46	18.10

数据来源：彭博，截至2020年1月31日

## 债券市场回顾

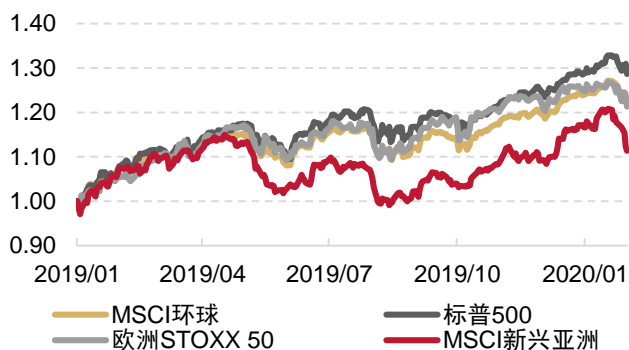
离岸美元信用利差在1月整体十分波动，月初时美国及伊朗的紧张关系令市场忧虑，及后中美达成首阶段贸易协议，加上新一年市场大量新发令气氛转好，信用利差收窄。摩根大通投资级别信用利差月中时曾从189.40收窄186.60点，而高收益级别则从546.95点收窄至527.74。但农历年前出现肺炎疫情令市场气氛急转直下，信用利差在短时间内大幅抽升，整月呈现收窄再拉宽的态势，投资级及高收益级别的走向相近。整月计，摩根大通投资级别信用利差拉宽5.99个基点至195.38，而高收益级别拉宽18.10个基点至546.95个基点。

新发债券方面，1月亚太地区（包括澳纽、日本）美元新债发行量约为658.6亿美元，市场于农历年前一周并无新发行，节后发行量仍然较少，但整月仍较12月份的157.90亿美元大幅上升。中资机构共发行约美元269.28亿，较12月时的99.71亿美元增加。中资内房相关的债券整月发行为约为166.92亿美元，而城投债则为14.1亿美元。

利率方面，宏观数据理想令美联储在1月的会议中决定维持利率不变，但由于中国爆发肺炎疫情，令市场避险情绪快速升温，资金涌进国债市场令不同年期的国债收益率均走跌，2年期国债收益率收窄25.59个基点至1.3132%，10年期收窄41.07个基点至1.5068%，30年收窄39个基点至1.9996%，较长年期国债收窄较多显示收益曲线转趋平坦。

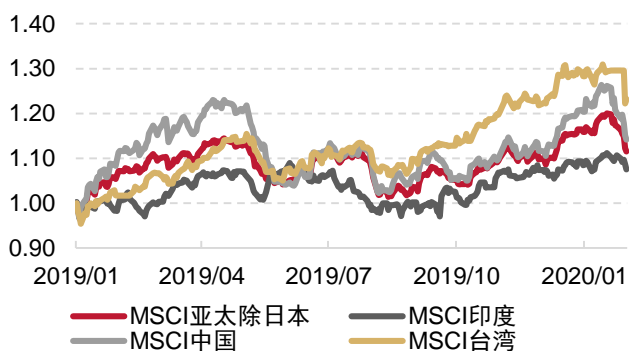
风险事件方面，继2019年延期支付美元债券利息后，青海省投资集团有限公司即将在2月22日到期的3亿美元债券于1月中旬暴跌33%至40.35美元的历史新低，这波卖压源起于该公司2021年7月到期的3亿美元债券在今年1月未能如期支付到期的利息。公司在1月15日发布公告称，一家第三方机构正考虑采取若干债务管理措施，以管理公司的离岸债务。

## 环球股票市场表现 (%)



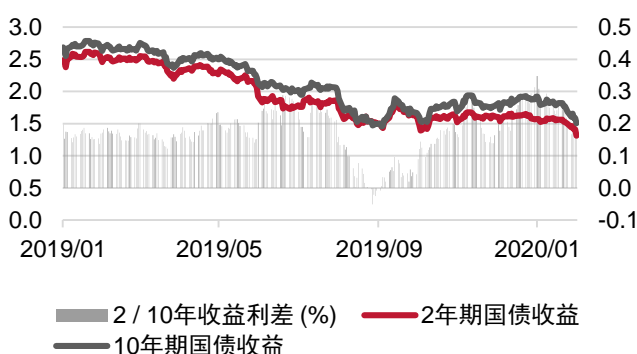
数据来源：彭博，截至2020年1月31日

## 亚洲股票市场表现 (%)



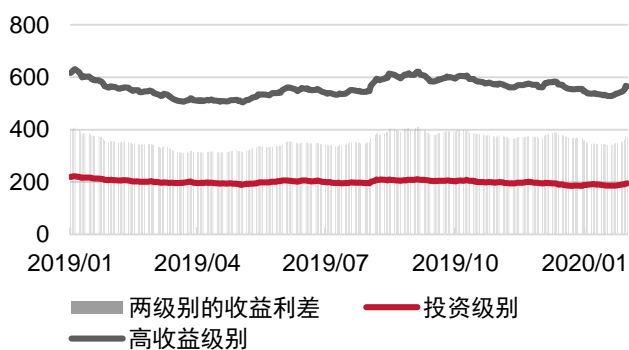
数据来源：彭博，截至2020年1月31日

## 美国国债收益率及利差 (%)



数据来源：彭博，截至2020年1月31日

## JACI信用利差 (基点)



数据来源：彭博，截至2020年1月31日

## 市场展望及基金经理评论

**股票市场方面**，1月份受到中国疫情的影响亚洲股市表现普遍偏弱。短期来看，此次疫情会影响亚洲市场情绪和风险偏好，但中期难以改变市场方向，特别是对除中国以外其他亚洲市场，经济层面影响甚微。宏观数据方面，部分亚洲市场经济数据开始向好，韩国、台湾等公布的4季度GDP增速均出现改善，且资金流向方面，仍然是从发达市场不断流向新兴市场。美国方面，4季度实际GDP年化环比增速与上季度持平，但需要关注其中内需部分（消费+投资）继续放缓，虽然受到美国最新公布的ISM数据大超预期，近期市场情绪亢奋，但我们判断，目前美股处于历史高位，之后如果内需数据继续放缓，需警惕美股回调风险，接下来的业绩期也需警惕业绩不及市场高预期的风险。欧洲方面，从经济数据来看，成长动能仍较弱，我们判断权益市场表现仍会维持疲弱。

总体而言，我们认为由于增长较快及估值具有吸引力，2020年新兴市场投资价值高于发达市场。我们对今年的大中华区股票依然坚定看好，突发的疫情不改今年全球经济企稳趋势，各国央行较为宽松的政策为市场提供了充分的流动性，以中国为代表的新兴股票市场仍然是全球资金今年配置的大方向，我们认为市场调整是一个非常理想的买入机会。

短期来看，我们认为一月份的大幅调整已经反映出对企业盈利的负面影响，恐慌情绪带动的股价大幅调整是中长期投资者买入的机会。另外，对于相关部分行业，中央已经采取相应扶植措施，我们判断之后还会出台更多针对受疫情影响较大的相关行业的优惠政策。同时，短期也不排除央行继续通过降准、降息等政策提振实体经济信心，对市场会有一定支撑。同时疫情对部分行业利好，如在线教育，互联网，医药行业，这部分行业存在较大投资机会。

## 产品表现回顾

名称	价格	变动 (%)	
		一个月	年初至今
<b>债券公募基金</b>			
环球盈悦债券基金	HKD 14.7	0.43	0.43
环球人民币定息基金	CNY 10.8	0.19	0.19
UCITS中国机遇债券基金 (人民币份额)	CNY 107.5	0.37	0.37
<b>股票公募基金</b>			
中国香港前瞻基金	HKD 15.7	-5.01	-5.01
亚洲精选增长基金	HKD 14.1	-6.08	-6.08
亚洲基建发展基金	HKD 12.1	-7.06	-7.06
环球新兴企业基金	HKD 12.4	-3.66	-3.66
<b>ETF</b>			
工银中金美元货币市场基金	USD 1015.01	0.24	0.24
南方东英港币货币市场基金	HKD 1025.03	0.18	0.18
南方东英标普中国ETF	HKD 70.3	-5.00	-5.00

数据来源：工银资管(全球)，截至2020年1月31日

**亚洲美元债券市场方面**，受到疫情和美联储扩表的影响，投资人风险偏好降低，整体利率曲线向下平移。市场短期认为利率曲线趋于平坦，2年10年的利差由年初的最高35个基点，平坦至17-19个基点。关键利率方面，市场更偏向于10年期利率，导致10年期美国国债利率已经突破了1.56%的短期支撑位。而5年的快速探底，也导致市场开始在5年关键利率上开始做获利操作。我们认为，利率曲线的快速下行为短期的市场情绪，过度反映了市场预期，因此我们并不看好利率的长期表现。目前，我们仍坚持利率曲线整体陡峭的观点，同时将持续关注疫情和美联储下一步行动所将形成的趋势。信用方面，高评级资产收到追逐，而中国信用受疫情拖累，尤其以中国高收益房地产美元债跌幅最大。而日本、新加坡和台湾因受到疫情的影响较小，所以基本未被波及。综合来看，我们仍坚持今年对于亚洲高收益债券中性偏乐观的观点。我们认为，短期的整体市场或行业调整，将造成部分企业的美元债券“跌出价值”，或将成为加仓和建仓的良好时机。亚洲美元债一级市场方面，市场较为关注春节假期后中国金融市场复市后的表现，预计一级市场供应将在未来几周陆续恢复。根据观察，金融机构类等不进行常规性实地路演的发行人受疫情影响相对较小，企业类发行人境外采取实地路演的多改为电话会形式进行。

**离岸人民币债券市场方面**，近期的疫情和春节后央行的操作，均有利于利率市场，因此我们仍维持积极的观点，整体利率曲线仍有平坦的空间，短期看好10年期中国国债。而信用方面，在疫情没有得到完全控制的前提下，我们将采取稳健的投资策略，待疫情稳定后再进行加仓操作。



## 本月精选主题：房地产市场现状及可投资方向

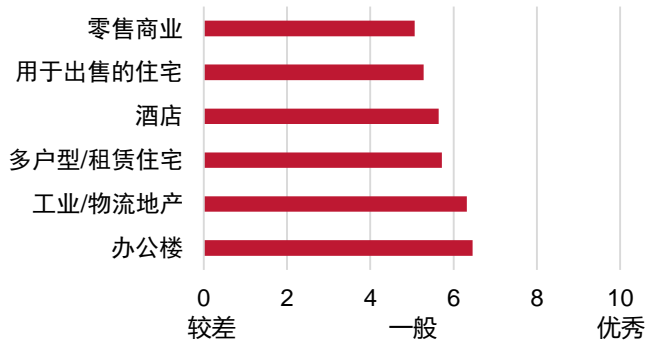
**现状：**今天的房地产格局已经不是2007年，可以说房地产是导致全球金融危机的问题的典型代表。自那时以来，监管机构一直专注于不再重蹈覆辙。新规定包括控制风险的规则，该规则要求银行或合格的购买者在发债方面注重诚信，并将一部分贷款保留在资产负债表上五年或至到期。危机后监管压力的另一个影响是，由于高风险贷款的资本支出增加，银行通常将其贷款的上限限制在基础资产价值的60%至65%之间。香港金融管理局（金管局）自2009年10月起八次收紧贷款标准。根据现行规定，价值少于700万港元的房屋的最高贷款对价值比率（LTV）为60%，对于价值超过一千万港元的房屋，LTV不得超过50%。

监管对房地产金融和银行业的关注，是全球金融危机的延续，已经遏制了我们过去在房地产领域看到的许多不负责任的借贷行为，现在在其他行业也见证了这种行为。危机期间房地产融资挑战带来的“余波”使一些投资者无法参与该行业。当今的投资环境趋向于削弱全球经济，在全球经济中，工业活动正在放缓，而金融市场正受到贸易紧张局势的打击。

**影响：**下行保护是房地产债务提供的宝贵潜在利益。经济正处于增长周期的后期。今天和2000年代中期之间的主要区别在于，当前金融市场中的超额交易不在房地产领域。今天，未偿还的商业抵押贷款债务占GDP的比例低于上一个周期。如果有的话，公司债务中会出现泡沫，尤其是低评级债券。因此，当今房地产债务的基本面实际上相当强大，并且杠杆作用是有保守作用。

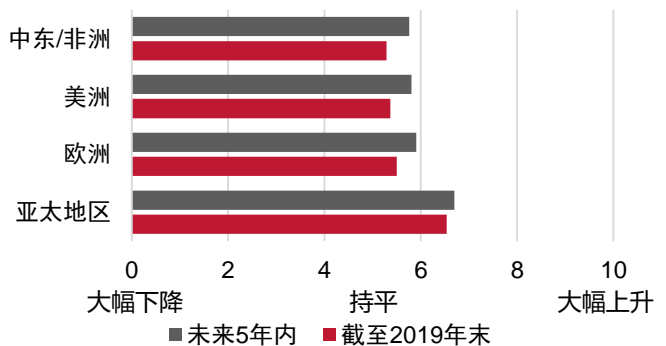
此外，还应考虑到来自许多传统固定收益领域的极低收益率，以及非美国债券市场上日益增加的负收益债务。国际货

## 2019年商业地产前景



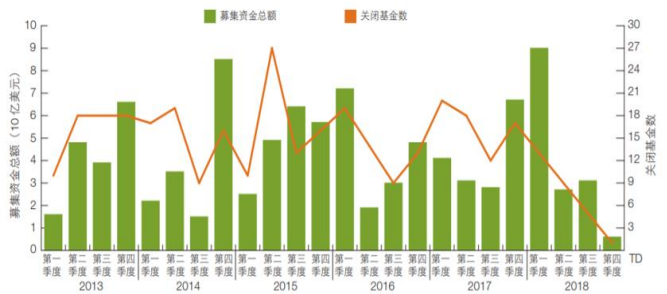
数据来源：《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

## 流向亚洲市场的资本变化（按区域划分）



数据来源：《2019年亚太区房地产市场新兴趋势》调查

## 亚太区房地产私募基金（季度数据）



数据来源：Preqin

际货币基金组织在其10月《全球金融稳定报告（GFSR）》中至少提到了15次“寻求收益”一词，以表述当今持续的低利率如何助长了投资者的冒险行为，并引起了人们的关注，即这种加剧的趋势对收益率的追求使一些市场过度紧张和脆弱。可以这么说，房地产债务可以在收益率低的工具与一些投资者所寻求的风险和流动性过高的资产之间提供一个有趣的中间地带。例如，美国房地产市场的特点是基本面仍然坚挺，并有持续增长的机会。另外，这是尊重债权人权利也是一种司法权益。

**展望：**随着增长速度持续保持高水平，很难想象资产价格总体上会继续走高。因此，为了防御起见并加强对风险控制关注，我们认为房地产债务是一种重要的保护力量，尤其是在其在多策略平台中的地位的情况下。尽管大盘市场可能会出现波动，但该行业可能并没有同等程度的波动，因为它得到了具有合理的贷款对价值（LTV）比率的硬资产的支持。此外，商业房地产债务过去更像是利基市场，如今分配已成为机构投资者基本面的一部分。此外，我们最近还看到房地产夹层债务作为机构投资者的一种投资工具越来越受欢迎。如今，房地产或其他所有资产的资产价格普遍较高。债权人头寸的投资者可以寻求以当期收入形式获得回报，而不是依靠价格上涨。

此外，欧洲在与房地产相关的债务的全球信贷领域中存在投资机会，相较于全世界，欧洲地区相对滞后。这意味着它的房地产周期不如美国增长快速，因此未来的增长空间更大。自信贷危机以来，欧洲市场也发生了翻天覆地的变化，现在有更大的机会让规模较大的机构性非银行资本活跃于市场中。因此，某些欧洲市场有机会获得一些额外的收益率差。

## 警告和免责声明

工银资管(全球)有限公司(以下简称“本公司”)是根据《证券及期货条例》第116条的规定获香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“证监会”)发牌的公司,以从事第4、第5及第9类的受规管活动。

本文件不可分发或发布于当地司法管辖区的适用法律或法规所不允许的人士。如果阁下并非本文件的指定收件人,请勿继续阅读本文件并应即时将之销毁。

此报告仅供专业投资者作参考,本文件仅供参考之用,并不构成在任何司法权区买卖个别证券或投资于其他投资产品的要约或招揽,且应绝对保密及仅可送交收件人。除非经本公司的事先书面同意,否则不可使用、翻印、复制或分发本文件的全部或部分内容。本文件并未得到证监会的批准。假如本文件由本公司以外的第三方分发,本公司无须对收件人或该第三方采取之任何行动负责。本文件的任何内容均不构成投资、法律或其他意见,投资者在作出投资决定或其他决定时也不应对之加以依赖。有意投资的人士应根据本身的投资目标及个人的财务状况,就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立意见。

本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能不时持有本文件所提及的个别证券或其他金融工具的长仓或短仓、买卖该等个别证券或投资于该等其他金融工具,而本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能因本文件中提及的个别证券或其他金融工具而涉及利益冲突。对于投资者在使用本文件时及依据该等材料而作出的任何投资决定所引起的任何损失及/或损害,本公司概不负责。本文件所表达的意见为本公司于本文件刊发之时的看法,可在无需给予通知的情况下予以更改。本公司将会尽一切的努力提供准确、及时的信息。尽管如此,本公司并不保证本文件所载信息的准确性、及时性、完整性、效用或其任何其他方面,也不会对任何该等内容负责。投资的价值可升亦可跌,并可能会受有关市场波动的影响。过往表现或任何估计或预测并非将来表现的依据。目前并无保证运用本文件所述的任何策略将导致所述的指定目标得以达成。虽然本文件所述的信息是从本公司相信为可靠的来源取得,但本公司或其董事、高级人员及雇员并不保证该等信息之准确性或完整性。所有图表和结果(如有)仅作参考之用,不可代表任何投资项目的实际或未来业绩。虽然帐户基金经理会尽合理的努力将投资风险减至最低,但投资价值可能会波动,因此有可能出现损失,而在最坏的情况下可能会损失全部的投资金额。投资回报并非以港元为单位、或非以港元为投资基准的人士会因汇率波动而承受风险。在作出任何投资之前,收件人应当参阅有关招售文件(如有)及财务报告(如有)以得知进一步的详情。此报告未经证监会审阅。

本公司保留追究权利。