

工银资管(全球)有限公司投资月报

2020年2月

股票市场回顾

2月份受累于新冠病毒疫情扩散影响，投资者忧虑全球经济前景将受冲击，环球主要市场承压。中国以外国家如日本及韩国等地疫情扩大，引发市场担忧，避险情绪升温，惟环球宽松货币政策持续，疫情引发新兴市场国家降息潮，部分新兴国家已先进一步宽松货币政策以维持经济增长，泰国、巴西、菲律宾央行相继宣布各降息1%。

中国方面，新冠疫情呈缓和趋势，且受惠于中央放宽上市公司再融资规定、货币宽松、信贷数据与政策松绑，叠加为缓解疫情对中小企经营上带来的资金压力，投资者憧憬中央将推出更多逆周期政策，市场信心不断恢复，对于经济前景的担忧略有降温。中国政府承诺将对小微企业提供优惠利率贷款、减免个体工商户增值税，以支持中小微企业复工复产，政策效应支撑A股相对较强表现。另外，香港政府发布年度财政预算案，规划1200亿港币的纾困措施。经济数据方面，1月CPI同比增长5.4%，主因春节因素及短期供给瓶颈暂时推高CPI。同时，1月PPI同比转正至0.1%。

美国方面，面对新冠肺炎疫情在多个国家爆发，增加了经济衰退和美股熊市的风险，加上美国总统大选带来政治不明朗因素，美股重挫。美国整体经济仍然稳健，最新美国经济数据大多优于预期，但2月制造业PMI降至50.8，服务业PMI降至49.4，均逊于预期。1月CPI同比增长2.5%，略高于预期但仍属温和。1月官方失业率为3.6%，实际就业状况仍有隐忧，美国劳动力市场或已现降温迹象。

欧洲方面，多国新增确诊病例，欧股沽压沉重。欧洲央行公布了1月货币政策纪要的内容，市场认为此次纪要显示谨慎乐观的基调。欧洲经济数据好坏参半，2月欧元区Markit制造业PMI 49.1，欧元区通胀年增1.4%，符合预期；欧元区第四季GDP年率初值0.9%，不如预期。

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
股票市场 (%)				
MSCI全球	-8.21	-6.21	0.37	-9.28
标普500	-8.41	-5.95	0.95	-8.56
道琼斯工业	-10.07	-9.42	-3.76	-10.96
欧洲STOXX 50	-8.55	-10.10	-2.84	-11.10
日本 225	-8.89	-9.23	2.12	-10.63
MSCI新兴市场	-5.35	-3.32	2.15	-9.79
MSCI新兴亚洲	-2.90	-0.91	5.86	-7.27
MSCI拉美	-12.35	-9.23	-7.27	-17.34
MSCI亚太除日本	-4.35	-2.78	2.90	-7.90
MSCI印度	-6.30	-6.15	0.56	-7.09
MSCI香港	-1.11	-2.56	-1.01	-5.85
MSCI中国	1.33	3.61	9.30	-3.89
债券市场 (bps)				
2年期美国国债	-0.40	-0.70	-0.59	-0.66
5年期美国国债	-0.38	-0.69	-0.45	-0.76
10年期美国国债	-0.36	-0.63	-0.35	-0.77
Markit亚洲(除日本)投资级CDS指数(5年)	2.22	-6.96	-6.50	-2.41
Markit北美投资级CDS指数(5年)	16.32	16.45	12.42	21.21
Markit欧洲投资级CDS指数(5年)	18.18	16.67	15.86	20.17
中国美元国债5年期CDS	9.21	12.66	5.03	20.01
JACI投资级信用利差	11.80	11.34	-1.57	17.77
JACI高收益级信用利差	36.80	38.93	-6.93	54.89

数据来源：彭博，截至2020年2月28日

债券市场回顾

新冠肺炎疫情主导了2月份的亚洲美元债市场，信用利差在当月先抑后扬，以2月20日为当月的分水岭。截至2月20日，随着中国境内疫情的逐步向好，摩根大通亚洲投资级和高收益级信用利差分别收窄5.28个基点和15.83个基点。不过，疫情在2月下旬开始在全球蔓延，信用利差大幅攀升。仅一周时间，摩根大通亚洲投资级和高收益级信用利差分别大幅走宽21.01个基点和57.46个基点。

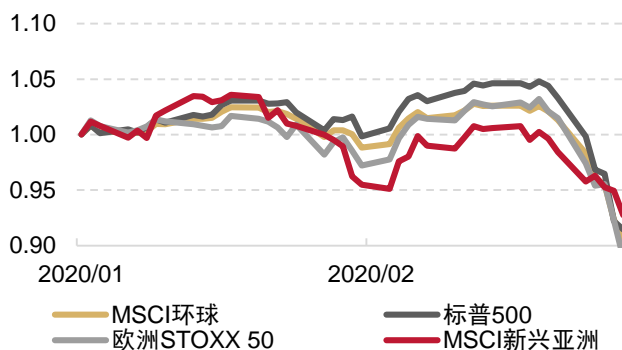
不过，年初以来美国国债收益率的大幅下降支持了亚洲债券的总回报表现，自1月20日以来，2至10年期美国国债收益率下降了64-68个基点，年初至今更高达90-115个基点，10年期收益率创下历史新低。因此，亚洲债券的总回报依然可观。截至2月末，摩根大通亚洲企业债券总回报指数年初至今的回报达到2.15%。

新发债券方面，2月亚太地区（除日本）美元新债发行量约为253.15亿美元，比1月有所下跌。中资机构单月共发行约美元149.79亿，较1月时的249.66亿美元减半，但仍为2月的历史新高。中资内房相关的债券整月发行约为40亿美元。

利率方面，随着肺炎疫情在全球蔓延，金融市场波动剧烈，美债收益率大幅下行，收益率曲线重新倒挂，降息预期升温。在3月3日，仅距离3月议息会议两周的时间，美联储宣布紧急降息50bps，以对冲疫情风险和稳定金融市场。主席鲍威尔表示，美国经济基本面依然强劲，然而新冠病毒疫情对经济活动构成不断演化的风险，美国经济前景面临风险“显著改变”。

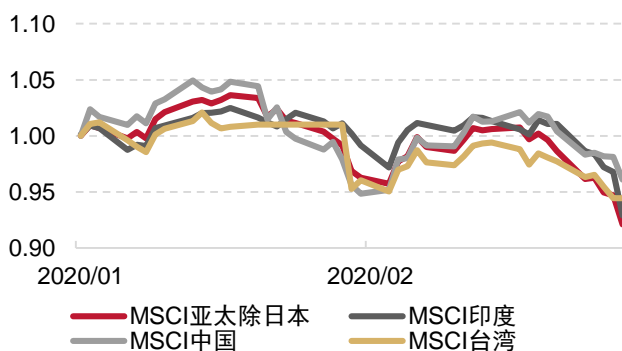
风险事件方面，青海省投美元债违约事件进一步发酵。其下属离岸子公司国臻国际发布公告称，将对其已经违约的共计8.5亿美元的三笔美元债，向债券持有人发出要约收购，其中2020年到期的债券收购价为41.19%，2021年到期的两笔债券收购价为36.75%。

全球股票市场表现 (%)



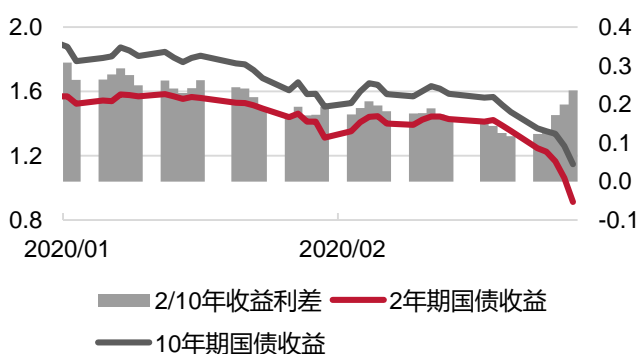
数据来源：彭博，截至2020年2月28日

亚洲股票市场表现 (%)



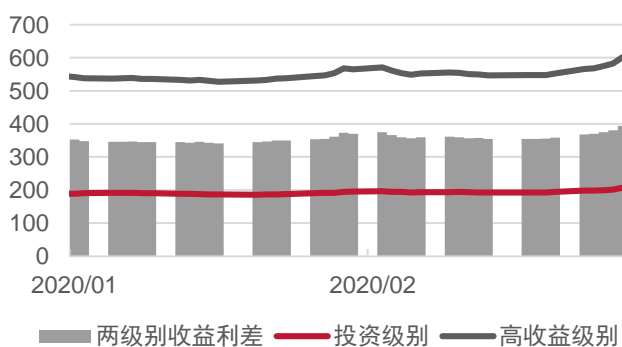
数据来源：彭博，截至2020年2月28日

美国国债收益率及利差 (%)



数据来源：彭博，截至2020年2月28日

JACI信用利差 (基点)



数据来源：彭博，截至2020年2月28日

市场展望及基金经理评论

股票市场方面，新冠疫情在多个国家爆发增加了经济衰退和美股熊市的风险，美联储降息预期升温加上美国大选带来政治不明朗因素，使得市场波动加大。

欧洲方面，虽然经济数据有向好趋势，但多国新增确诊病例，我认为之后表现仍然疲弱。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，我认为市场调整是一个非常理想的买入机会。

2月虽然外围股市的波动导致新兴市场股市资金出现净流出风险，投资者恐慌情绪升温，各个板块在月末走低，我司关注控制组合风险，着重调整结构，上月我司的四只公募基金表现均好于主要参考指数。3月3日，美联储宣布降息50 bps，超出市场预期。紧接着多国央行宣布跟随降息，以刺激市场以及缓解疫情对经济带来的不利影响。

市场虽然短期仍需继续消化海外疫情演进带来的潜在影响，但中国市场目前估值不高，且中国已实施了积极的财政政策和灵活稳健的货币政策，复工率亦正在攀升，预计未来还有更多政策出台，股市迎来极具吸引力的买入机会。中长期来看，我认为中国新老结构分化的趋势仍将继续，新经济依然是主线。我司维持积极观点，疫情不改变经济的趋势和市场的主线，但可能会加速一些行业整合，龙头企业有望受益。随着疫情拐点的出现，对市场风险偏好的直接影响已经结束，重点逐渐转向了疫情对基本面的影响。复工方面，目前尚未出现全国范围的全面复工，不同行业的复工存在先后顺序。 我司判断在当前形势下，疫情还在海外扩散，短期市场难免还有些扰动，但市场总体的情绪较为稳健。

产品表现回顾

名称	价格	变动 (%)	
		一个月	年初至今
债券公募基金			
环球盈悦债券基金	HKD 14.85	0.94	1.38
环球人民币定息基金	CNY 11.00	0.29	0.48
UCITS中国机遇债券基金	CNY 108.12	0.58	0.95
股票公募基金			
中国香港前瞻基金	HKD 16.79	7.16	1.79
亚洲精选增长基金	HKD 14.99	6.20	-0.26
亚洲基建发展基金	HKD 12.30	1.89	-5.30
环球新兴企业基金	HKD 13.56	9.51	5.49
ETF			
工银中金美元货币市场基金	USD 1016.95	0.24	0.24
南方东英港币货币市场基金	HKD 1026.70	0.18	0.18
南方东英标普中国ETF	HKD 70.55	0.43	-4.60

数据来源：工银资管(全球)，截至2020年2月28日

债券市场方面，进入2月，虽然中国境内新增确诊持续放缓，但在中国以外新冠肺炎疫情迅速传播标志着疫情进入新阶段。包括美国在内的主要经济体陆续采取超常规货币宽松措施以稳定市场的恐慌情绪，基准利率进一步下行。但是，降息并不能直接缓解疫情对美国经济的冲击，无法解决疫情造成的停工停产和消费低迷问题，更多的是缓和金融市场波动。降息能否起到实质性作用，还需取决于低利率能否传导至增长和通胀。

亚洲债券方面，在基准利率下行及市场避险情绪叠加的背景下，投资级债券收益率整体将跟随基准利率下行，利差可能被动走扩；高收益债券在流动性宽松预期及票息相对价值驱动下仍存在较强的配置需求。目前中国的疫情正在得到控制，企业复工复产也取得了积极进展。鉴于在中资信用领域内，大多数发行人的业务都集中在国内，所以中国的情况是影响中资信用基本面的关键。对于大多数中资信用而言，疫情影响相对可控。其中，房地产商短期销售放缓影响现金流，但支持性的金融政策及地方地产政策边际放松将为房地产行业带来正面影响，房地产企业相对较高的回款能力和资产变现能力进一步提高了房地产企业债券的吸引力。地方政府财政支出增大而收入下降，但区域核心城投政策地位巩固且疫情后稳增长措施有利其获得更多资源。综合来看，我司维持对疫情不会从根本上影响中国经济运行长期趋势和方向的判断，坚持今年对于亚洲尤其是中资高收益美元债券中性偏乐观的观点，部分受到冲击较大的行业或出现不错的甚至呈V型修复式反弹，提供了交易或逢低吸纳的机会。

利率方面，结合历史以及本次降息的声明来看，美联储在3月会议中降息的可能性仍存，不过降息的幅度具有高度不确定性。对于中国而言，美联储降息后，中美国债利差重新走扩至160bps以上的高位，叠加全球货币政策的宽松预期，国内货币政策将打开宽松空间。

本月精选主题：2019年中资离岸债券违约年鉴

违约概况：2019年，受经济下行压力、融资收紧等因素的影响，中资企业发行的离岸债券违约规模有所上升。根据彭博的数据显示，2019年的违约规模达到约37.5亿美元等值，包括10只美元债、1只点心债和1只港元债；规模较2018年的33.1亿美元小幅攀升，违约债券数量则持平。

具体来看，违约规模排名前三的发行人依次为天物集团、中民投和华晨电力。2019年违约的7家发行人中，除兴业太阳能外，其余均为首次违约。其中，两笔违约值得市场格外关注。一是天津物产集团（“天物集团”）创下近20年首例中资国企美元债违约；二是中国民生投资公司（“中民投”）一支违约的离岸债券由备用信用证开证行代偿本息，这也是中资美元债市场的首例代偿。

天物集团违约事件：2019年12月，天物集团发布要约方案，该集团担保发行的12.5亿美元债的持有人可以选择交换为由天津国有资本投资运营有限公司发行的美元债，或选择打折后现金兑付。方案具体为，由上述四只美元债的投资者进行投票，投资者可以选择接受63%的折价兑付或降低票面利率以延期付款。如果拒绝这一提议，投资者们手中的该只美元债将被纳入一项关于天津物产集团的全面债务重组计划，其中包括天津物产集团的在岸债务。

天物事件是中资国企美元债继1998年广东国际信托投资公司破产后首次违约。国际评级机构标普在事件后发布报告称，将天物集团的美元债券重组等同于违约，20年来中国国有企业的首只境外债券违约表明政府救助的意愿逐渐下降。

中民投违约事件：2019年6月，香港交易所公告显示，中民投旗下将于2020年到期的3亿美元债被通知加速到期，要求立

2019年中资离岸债券违约一览

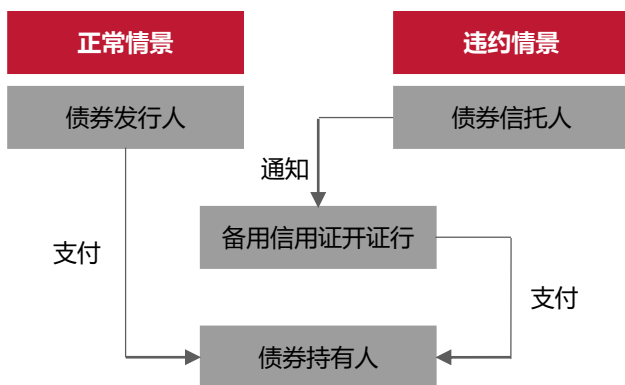
发行人	币种	发行金额 (百万)	债券代码
天物集团	美元	450	TEWOOG 5.8 PERP
	美元	300	TEWOOG 4.5 12/16/19
	美元	300	TEWOOG 4.625 04/06/20
	美元	200	TEWOOG 5.5 04/06/22
中民投	美元	500	CHMINV 3.8 08/02/20
	美元	300	CHMINV 3.25 07/23/20
华晨电力	美元	500	HCELEC 6.625 05/18/20
康得新	美元	300	KANGDE 6 03/16/20
兴业太阳能	美元	260	CSSXF 7.95 02/15/19
	人民币	930	CSSXF 5 08/08/19
海口美兰机场	美元	200	MEILAN 5.25 09/06/19
汇源果汁	港元	1,000	CHIHUI 0 01/24/19

数据来源：彭博

即支付304,050,000美元，包括债券项下到期应付的本金和已产生但尚未支付的利息，以及由债券本身、债券托管协议以及公司、维好人和托管人签署的其他债券相关代理协议而产生但尚未支付的费用、支出及其他款项。托管人根据中国建设银行香港分行（即备用信用证开证行）签署的不可撤销备用信用证之相关条款向其递交了一份支付请求。随后，托管人确认已收到由备用证银行支付的全部款项。

未来展望：2019年中国境内信用债市场共有156只债券违约，合计违约规模达到1,340.9亿元人民币，创下历史新高，远远高出境外债违约的数量和规模。不过，我认为，境外债务违约的风险并不小于国内市场。中资发行人国内债务更多，重组意愿更强，而境外债多有维好协议等条款，对于政府和企业而言，救助动力反而会 weaker。另一方面，随着天物集团境外债券违约，国企刚兑信仰正式被打破。而随后的处置方案，更是成为了未来国企境外违约的标志性案例。可以看到，今年2月青海省投美元债违约事件几乎是天物事件的翻版。未来，市场将重新审视此类企业（类国企、城投等）的信用资质，并对其发行的债券进行再估值。而对于违约事件，我认为，天物模式（即第三方要约收购困境债券）将成为主流解决方案。

备用信用证发行架构介绍



数据来源：工银资管(全球)

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。