

# 工银资管(全球)有限公司投资月报

2020年3月

## 股票市场回顾

受新冠肺炎疫情升级的影响,投资者避险情绪升温,上月环球主要市场大幅下挫。海外疫情仍处于爆发期,而疫情何时能有效受控仍存较大不确定性,叠加油价续挫,全球经济衰退预期日渐升温,市场剧烈震荡。随着环球央行普遍降息及宣布将释出大量资金并推出财政刺激政策,大部分市场在上月下旬回升。

中国疫情持续弱化,然而海外地区疫情扩散,市场恐慌气氛亦压抑A股走势,港股同步走低。中国方面,国家主席习近平在G20峰会上指出,中国将加大力度向国际市场供应原料药、生活必需品、防疫物资等产品,并继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,另外中国湖北省于3月25日解除封锁,并预计武汉将在4月上旬解封,鉴于当前中国政策重心仍旧在精准定向发力支持经济发展,投资者信心得到提振,中港股市在下月走高。经济数据方面明显逊于预期,中国1-2月的零售总额同比下降20.5%,固定资产投资同比下降24.5%。另外,央行公开市场上周进行的MLF利率意外未调整,3月LPR亦持稳,令市场稍感意外。

美国方面,新冠肺炎新增确诊数快速攀升,该国宣布一系列政策措施以挽救经济及市场信心,美联储开启无限量化宽松政策,同时国会通过了2万亿美元救助计划。受疫情冲击影响,美国近期经济数据走弱,3月Markit制造业PMI降至49.2,上周初请失业救济金人数自28.2万人大幅增加至328.3万人,创历史新高。

欧洲方面,英央行在连续两次紧急降息后维持基准利率在0.1%不变,但如有必要将进一步扩大资产购买规模。另外,欧元区财长会议同意暂停欧盟预算赤字规定,支撑各国扩大财政支出应对疫情冲击。多国实施边境管控,欧盟也提案要推出30天的旅游禁令,导致经济衰退担忧加剧,而欧元区3月ZEW经济景气指数自10.4下滑至-49.5,大幅不如预期。

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	-13.73	-21.74	-15.04	-21.74
标普500	-12.51	-20.00	-13.17	-20.00
道琼斯工业	-13.74	-23.20	-18.57	-23.20
欧洲STOXX 50	-16.30	-25.59	-21.92	-25.59
日本 225	-10.53	-20.04	-13.05	-20.04
MSCI新兴市场	-15.61	-23.87	-15.23	-23.87
MSCI新兴亚洲	-11.88	-18.29	-8.35	-18.29
MSCI拉美	-34.63	-45.96	-40.88	-45.96
MSCI亚太除日本	-14.28	-21.05	-13.10	-21.05
MSCI印度	-21.82	-27.36	-23.15	-27.36
MSCI香港	-13.18	-18.26	-13.14	-18.26
MSCI中国	-7.10	-10.71	1.74	-10.71
<b>债券市场 (bps)</b>				
2年期美国国债	-0.67	-1.3	-1.4	-1.32
5年期美国国债	-0.55	-1.3	-1.2	-1.31
10年期美国国债	-0.48	-1.2	-1.0	-1.25
Markit亚洲(除日本)投资级CDS指数(5年)	82.29	79.9	63.3	79.88
Markit北美投资级CDS指数(5年)	46.57	67.8	53.3	67.79
Markit欧洲投资级CDS指数(5年)	31.37	51.5	40.7	51.53
中国美元国债5年期CDS	0.42	20.4	3.9	20.43
JACI投资级信用利差	82.29	100.1	86.3	100.06
JACI高收益级信用利差	326.93	381.8	332.3	381.83

数据来源: 彭博, 截至2020年3月31日

## 债券市场回顾

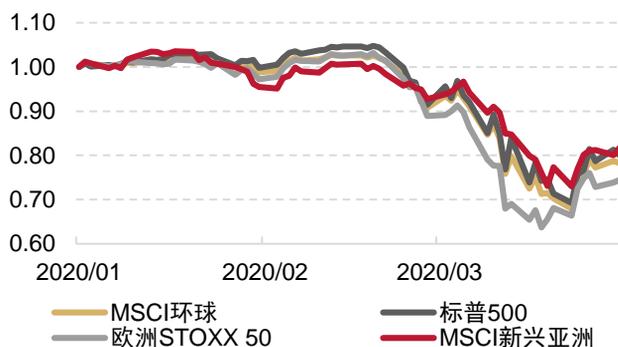
受疫情在海外扩散的影响，债券市场风险偏好持续下降，投资级和高收益级在2月底至3月初开始呈现下跌态势。另外，由于全球金融市场的暴跌，美元流动性出现危机，叠加资金撤出、基金赎回压力，亚洲美元债市进入加速下跌的螺旋，投资级和高收益级利差均显著走宽。其中，高收益为主的地产板块收益率出现大幅上行。3月第三周单周地产美元债收益率和利差上行幅度均超过400个基点，行业内个券收益率几乎普遍在两位数及以上。截至3月23日的月内高点，摩根大通亚洲债券信用利差走宽76个基点至460基点，其中投资级和高收益级分别走宽122个基点和458个基点。

美联储针对市场流动性问题出台了多项宽松政策后，美元流动性压力得到了一定缓解，同时美国财政刺激政策也获得了实质性进展，全球风险偏好小幅回升，亚洲美元债市场在月末小幅反弹。

利率方面，由于市场出现流动性危机，恐慌情绪发酵，导致美债作为流动性较好的资产亦遭到抛售，收益率开始上行。政策方面，美联储在3月3日和3月15日分别紧急降息50个基点和100个基点，将基准利率降至0%的水平，此外还启动“无上限”量化宽松政策。上次美联储开出“零利率+量化宽松”的药方，还是在2008年金融危机之后，因此也被称为“危机模式”。随着定向工具的效果逐渐释放，市场流动性有所好转，美债收益率回落，短端国债利率甚至已进入负利率区间。

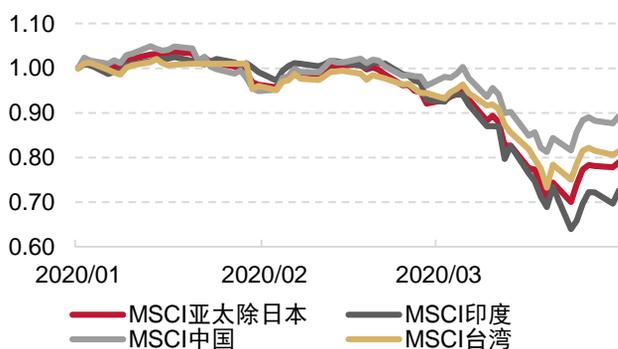
新发债券方面，3月亚洲（除日本）美元债发行量约为80.17亿美元，受疫情影响环比大幅下跌。本月发行依然以中资机构为主，单月共发行约73.19亿美元。

## 全球股票市场表现 (%)



数据来源：彭博，截至2020年3月31日

## 亚洲股票市场表现 (%)



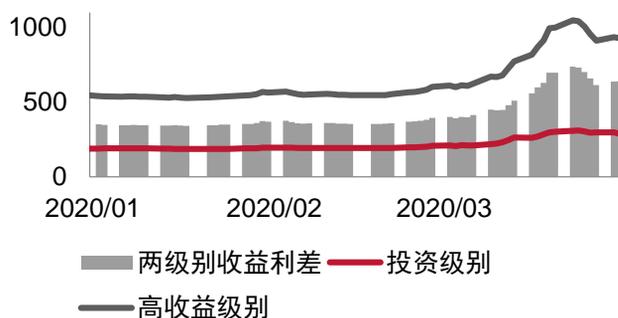
数据来源：彭博，截至2020年3月31日

## 美国国债收益率及利差 (%)



数据来源：彭博，截至2020年3月31日

## JACI信用利差 (基点)



数据来源：彭博，截至2020年3月31日

## 市场展望及基金经理评论

**股票市场方面**，我们认为这次经济危机和疫情仍会有反复，避险情绪短期内笼罩市场，全球经济增长恢复仍然需要较长时间。

我们判断美联储的无限量化宽松政策可以暂时缓解了市场流动性危机，美股第一轮恐慌下跌可能基本结束，市场进入等待数据验证的震荡阶段。展望四月份，欧美各国增强防范，全球疫情预计在四月份中下旬边际上得到缓解。另外，各国政府出台的大规模刺激政策能对冲一部分负面情绪。欧洲方面，从经济数据来看仍较弱，我们判断权益市场表现仍会维持疲弱。

亚洲方面，受到全球市场的震荡，市场情绪和风险偏好影响较大，但中期难以改变市场向好方向，特别是中国市场已经逐渐从疫情中恢复，投资价值凸显。

在对海外疫情导致的全球市场波动进行关注的同时，我们认为这并不是中国核心资产的决定性因素，核心还是要关注中国的政策经济周期，且中国疫情持续弱化，中央再度降准，宽松预期也将会给市场提供一个支撑。中国最新政治局会议提出适当提高财政赤字率，发行特别国债等措施加大宏观调控力度，预期也会在四月份逐步出台，因此市场逐步筑底后或迎来一轮超跌反弹。

另一方面，疫情给经济带来的负面冲击仍然预期非常严重，反弹之后仍需观察全球对冲政策力度和疫情控制情况。鉴于当前估值相对合理，而一些新经济行业的龙头个股也在市场调整中回到了较为安全的买入区间，对中长期投资者非常具有吸引力。

板块方面，重点跟踪中国政策的导向，在外需不确定的背景下，更加关注偏内需的互联网、消费和基建板块。

## 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 13.96	-5.98	-4.68
环球人民币定息基金	CNY 10.75	-0.91	-0.44
UCITS中国机遇债券基金 (人民币份额)	CNY 108.43	0.29	1.24
<b>股票公募基金</b>			
中国香港前瞻基金	HKD 15.27	-5.54	-3.85
亚洲精选增长基金	HKD 13.63	-5.49	-5.73
亚洲基建发展基金	HKD 10.85	-10.10	-14.87
环球新兴企业基金	HKD 12.62	-5.14	0.07
<b>ETF</b>			
工银中金美元货币市场基金	USD 1018.05	0.11	0.50
南方东英港币货币市场基金	HKD 1027.95	0.13	0.45
南方东英标普中国ETF	HKD 65.50	-7.16	-11.43

数据来源：工银资管(全球)，截至2020年3月31日



**亚洲债券市场方面**，虽然目前市场较3月中时相对平稳，但是从市场流动性的角度，市场仍处于相对动荡的阶段，需要进一步等待全球疫情得到控制，而美国政府的干预手段需待正式落地后才可以明确整体市场的趋势。我们认为，如果美国国内疫情可以在三季度内得到控制，且财政政策和货币政策落地顺利、且配合得当，则可以有效将资本市场恢复到正常有序的位置上，不会再次出现大面积恐慌性抛售。

**中资美元债方面**，随着境外美元债的大幅下挫，境外与境内利差已快速扩大至历史高位，目前的利差水平已有一定的吸引力。另一方面，美国相继出台针对性货币政策与财政政策，我们认为美元流动性已有所缓解，中资美元债市场未来可能从因流动性导致的无差别抛售的第一阶段转为信用基本面主导的第二阶段，信用主体的差异将导致美元债走向分化。具体来说，投资级将率先回归理性估值区间，未来的波动相对可控，可重点关注美元优先股和非敏感区域城投债的机会。房地产板块方面，短期波动仍存，其中应关注自身流动性较为充裕、融资渠道相抵畅通的龙头主体，而对于境外融资依赖程度较高且近期再融资压力大的企业，其美元债仍有继续下行的压力，甚至不排除出现实质性信用风险。

**利率方面**，流动性角度来看，从3月末的市场表现来判断，美元荒的局面已有一定缓解，避险资产的抛售压力减弱，因此我们认为，后续基准利率也将回归市场化的定价。不过，考虑到欧美目前的疫情发展趋势，我们预计离复工复产仍有一定的距离，各国之间的封锁短期内不会打开，全球贸易的流动会进一步枯竭。另一方面，基本面角度来看，疫情已经从供需两端对实体经济造成了巨大的打击，叠加原油等供给仍在高位，经济增速下滑已基本不可逆转，而通胀短期内也无法反弹。因此，我们认为美债收益率将长时间维持在低位。

## 本月精选主题：在反弹中如何投资

现在谈触底还为时过早，因为全球范围内新的感染仍在继续，经济中断的最糟糕点似乎仍未到来，政策反应功能仍在演变，盈利预期仍高到不切实际，资产市场的动荡继续在绝对的高水平。

话虽如此，历史表明，强劲的熊市反弹一直是中国股市大幅下滑之后的普遍特征。具体而言，在过去的20年中，中国有八次进入熊市，而其中有7次发生了强劲的反弹，尽管有时是短暂的反弹，平均幅度为17%，持续时间为53天，并且可以收回大约52%的初始亏损。

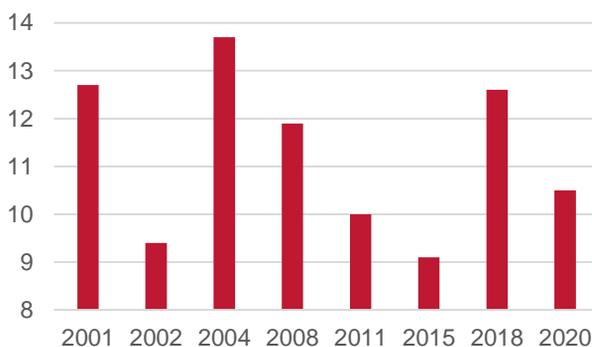
历史性的熊市反弹并非一无是处，通常是由于积极的政策和极度低迷的情绪下的流动性冲击所推动。考虑到美联储宣布的无限量化宽松政策和接近10倍的市盈率（低于10年平均值的0.4倍标准差），中国，尤其是离岸市场似乎正在反弹的路上。

在这些情况下，收入降级风险并不是主要障碍，可能是由于以下原因：其一，盈利预期在熊市反弹中似乎是一个落后指标；其二，估值变化往往是关键的短期收益波动的主要因素，而非收益，尤其是在动荡时期。

那么问题就是在哪里投资？可以根据以下因素来确定反弹时有最佳表现的行业。

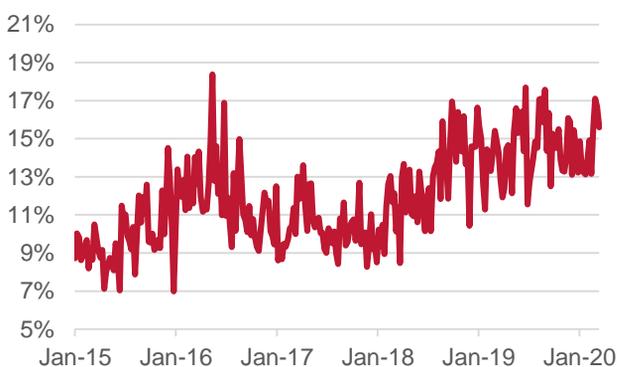
熊市反弹历史上的领先者：按行业，公用事业，可选消费和原材料，倾向于在低谷引领市场上涨，这可能反映了市场对政策宽松的预期（例如，基础设施投资和支持消费的措施）。相反，金融和能源通常落后于这些行业，可能是由于对全球增长根深蒂固的担忧，以及其他条件相同的情况下，宽松的金融条件不利于银行的盈利。

## 熊市反弹之前MSCI中国指数市盈率



数据来源：彭博

## 香港空头交易量占总交易量



数据来源：彭博，数据截至2020年3月25日

从主题上讲，中国新经济主题和成长股在所有复苏中均始终表现出色，也进一步巩固了我们长期以来的信念，即随着增长越来越稀缺，大多数全球投资者会被中国和新兴市场的结构性增长机会所吸引，无论是在牛市还是熊市中。

**被抑制的消费需求：**中国在此次疫情中相对于全球同行处于更先进的地位，它很可能是最早进行经济复苏的国家之一。在第一季度GDP承压后，预计第二季度将出现反弹。然而，由于西方国家在第二季度进入衰退之际，外部需求可能会经历一段艰难的时期，因此更多的机会应集中在内需领域中。因此，除了固定资产投资的受益企业以外，根据2003年SARS的经验，在过去两个月中受到隔离因素影响的特定消费企业可能会有较大反弹，因为这些限制逐渐缓解。

**空头回补：**空头紧压一直是所有主要熊市反弹中的共同特征，一旦发生，通常会放大短期上行空间。尽管一些市场在过去几个交易日开始回落，但由于有多个市场实施了卖空禁令，香港的空头交易量升至近几年的高位。因此一些空头兴趣浓厚的企业可能会发生反弹。

## 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。