

工银资管(全球)有限公司投资月报

2020年4月

股票市场回顾

月初新冠疫情在多地延续爆发，但月末趋于缓和，全球股市反弹。但环球主要经济体数据普遍不及预期，叠加油价动荡加剧，此前即期合约跌破零引发市场恐慌，加深投资者忧虑。月末美联储、欧央行公布利率决议，日央行加大宽松政策的力度，承诺购买无上限的国债。

中国方面，随着疫情逐渐受控，复工复产陆续回温，加上两会时间确定，市场憧憬更多政策出台，A股向好。人行下调基础贷款利率LPR，1年期利率下调20个基点至3.85%、5年期利率下调10个基点至4.65%。同时，央行对4月24日到期之定向中期借贷便利操作续作利率由3.15%下调20个基点至2.95%。经济数据方面，4月制造业PMI下滑至50.8，逊于预期，需求的恢复状况弱于生产；3月CPI同比增长放缓至4.3%，低于预期；3月PPI同比增长-1.5%，差于预期。

受惠于美联储对金融、实体全方位纾困，美股反弹，但疫情对美国经济的冲击正不断展现。美国首季GDP大幅萎缩4.8%，为2008年以来最严重的季度收缩。4月ISM制造业PMI指数降至41.5，Markit PMI下降至27.4，消费者信心指数亦下跌至71.8。另外，多家美企最新季绩差于预期。经济活动持续疲弱，美联储维持零利率政策不变，并重申利用所有工具。美国国会通过总额4840亿美元的新冠病毒救济法案，内容包括追加用于支持小型企业的薪酬保护计划拨款、为医院及新冠病毒检测提供资金。

欧洲方面，由于采取了病毒封锁措施，再加上全球需求下滑，欧元区经济遭受了前所未有的损害。欧元区第一季度GDP萎缩3.8%，创1995年有记录以来的最低水平。欧元区4月Markit制造业PMI录得33.6，服务业PMI跌至创纪录低点11.7。欧央行决定进一步放宽银行抵押品要求，维持三大利率不变，下调TLTRO利率，定向长期再融资操作的条件进一步放宽。

债券市场回顾

4月，美联储政策的不断加码成为美元流动性紧张缓解的拐点和全球市场的阶段性底部，而随后欧美疫情峰值出现进一步提振了风险偏好，本月全球债券市场企稳回暖，尤其是前期超跌的高收益债券大幅反弹。指数方面，投资级市场表现不一，澳大利亚美元债指数上涨8.53%，其次是美国投资级指数上涨5.51%，而中国和欧洲投资级指数变化不大，涨幅在0.4-0.8%；全球高收益指数4月强势反弹，涨幅均在4%以上，以印尼高收益指数幅度最大，达到7.6%，中国、美国、欧洲、

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
股票市场 (%)				
MSCI全球	10.78	-11.83	-7.42	-12.78
标普500	12.82	-9.26	-3.17	-9.30
道琼斯工业	11.22	-13.30	-8.87	-14.07
欧洲STOXX 50	5.40	-19.10	-18.02	-21.22
日本 225	6.75	-12.14	-10.92	-13.81
MSCI新兴市场	9.18	-12.47	-10.40	-16.55
MSCI新兴亚洲	9.18	-6.33	-3.62	-10.54
MSCI拉美	6.33	-38.71	-38.74	-42.14
MSCI亚太除日本	9.82	-9.48	-7.32	-12.83
MSCI印度	15.29	-15.15	-14.51	-15.84
MSCI香港	7.29	-7.33	-10.10	-11.76
MSCI中国	6.34	0.11	4.11	-5.02
债券市场 (bps)				
2年期美国国债	-20.89	-85.07	-87.13	-87.49
5年期美国国债	-4.81	-72.37	-76.11	-78.53
10年期美国国债	-4.51	-57.55	-62.17	-66.65
Markit亚洲(除日本)投资级CDS指数(5年)	-14.37	116.76	79.72	100.00
Markit北美投资级CDS指数(5年)	-23.06	73.42	57.98	92.15
Markit欧洲投资级CDS指数(5年)	-15.79	74.45	55.32	82.28
中国美元国债5年期CDS	-12.52	7.54	13.28	44.75
JACI投资级信用利差	2.39	51.70	49.20	56.49
JACI高收益级信用利差	-10.37	47.33	45.93	52.21

数据来源：彭博，截至2020年4月30日

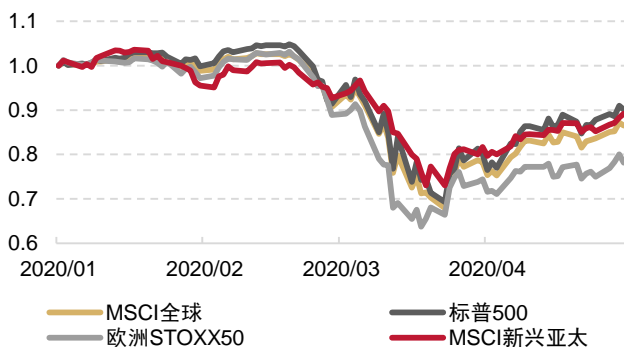
印度高收益指数均有4-6%的上涨。

中资美元债方面，投资级和高收益指数本月分别上涨0.58%和4.7%，其中高收益房地产指数大幅上涨6.1%。分评级来看，除BBB评级债券收益率小幅上行外，A评级、BB评级和B评级的收益率均有所收窄，其中B+评级和B评级更是大幅下行313个基点和226个基点。分行业来看，房地产板块表现最佳，收益率平均下行226个基点，金融板块如银行和保险的收益率则小幅下行，跌幅最大的板块主要集中在食品饮料和汽车制造业。总体来看，中资美元债境内外利差正在逐渐缩小，海外市场已摆脱前期流动性抛售的压力，逐步回归正常的定价逻辑。

利率方面，整体曲线维持相对稳定，各曲线利率小幅下行，其中短端下行幅度大于长端。美联储在4月的议息会议中维持利率不变，其在3月以来推出一些列大规模宽松和信贷支持政策后，本次会议重点重申并维持现有的鸽派姿态，且市场对本次会议亦没有太多预期，因此在会议之后市场反应也相对平静。回过头来看，美联储前期的一系列政策有效缓解了市场的流动性紧张和企业信用压力，避免了金融体系遭受大范围的风险和系统性冲击。美联储在3月23日决定购买投资级信用债可以视为本次流动性危机的拐点，也是目前为止全球市场的阶段性底部，市场已经呈现出改善的积极迹象。

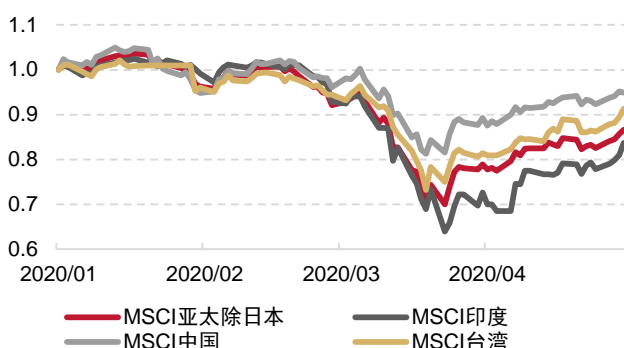
新发债券方面，4月亚洲（除日本）美元债发行量约为228亿美元，一级市场有所回暖。中资机构方面，本月定价16笔新发行，总规模约为66亿美元，以投资级为主。从发行量来看，受市场不确定性仍存以及上市公司业绩期的影响，本月新发行总量与3月基本持平，继续维持在相对低位。

全球股票市场表现 (%)



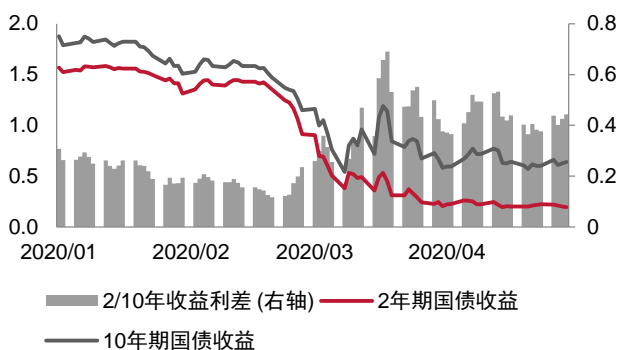
数据来源：彭博，截至2020年4月30日

亚洲股票市场表现 (%)



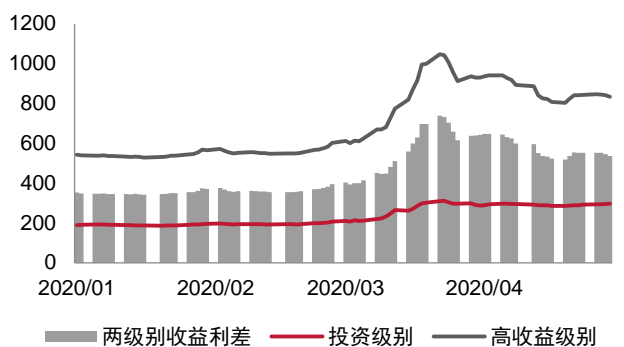
数据来源：彭博，截至2020年4月30日

美国国债收益率及利差 (%)



数据来源：彭博，截至2020年4月30日

JACI信用利差 (基点)



数据来源：彭博，截至2020年4月30日

市场展望及基金经理评论

股票市场方面，全球新冠肺炎疫情状况缓和，投资者憧憬重启经济，然而受全球经济数据回落、地缘政治风险增加的影响，我司预计环球市场波动加剧。受全球经济数据不如预期，环球市场表现震荡，避险情绪再度升温，与此同时，投资者观望情绪浓厚。

从基本面来看，总体美国经济数据以及企业获利展望都出现下修。尽管海外疫情高峰可能渐临近，但对全球经济造成的创伤仍然难以估计，今年经济仍面临较大压力和不确定性，美国积极的财政和货币政策干预短期缓解市场动荡，但其仍需加强抗疫工作防控社区蔓延，美国下半年度能否实现经济迅速复苏为言之过早，我司整体观点较为悲观，我认为盈利下调的趋势仍未结束。欧洲方面，经济数据持续走弱，我司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。

随着美元走低，将有利新兴市场货币表现，而部分新兴市场国家具有更多政策空间，消费动能及经济表现也有望以较快的速度复苏。中国方面，随着两会即将召开，中国政策基调已经由保增长转为稳就业，小规模刺激仍有可能推出，尤其是在促进消费和鼓励科技领域投资等。同时，预计政府还将继续在金融板块等行业推出更多的改革和开放政策。海外长线资金开始回流中国资产，配置优质港股，也通过沪深港通配置A股。市场大幅调整无疑将提高稳健、低估值股票吸引力。

配置上，市场以结构性机会为主，中国经济内需回升在持续，且政策力度不断加强，结构上聚焦稳健的新基建和部分供给及需求均在国内的消费和服务领域。

亚洲债券市场方面，随着市场流动性的修复，亚洲美元债将继续从3月利差高点逐渐回落。作为最先走出疫情的部分地区，如中国和韩国，有望进一步提升自身的国际竞争力，进而稳定或提升自身信用质量。我司继续看好未来一至两年内亚洲高评级债券和中短久期资质良好的高收益债券的投资表现。

中资美元债方面，4月以来，美联储相继出台一系列针对性货币政策使得市场流动性明显缓解，市场预期也有所好转，中资美元债整体呈现反弹，但风险偏好的提升受疫情进展、复工情况和油价波动等因素影响有所反复。此外，近期市场对中

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 14.2	1.70	-3.06	
环球人民币定息基金	CNY 10.97	0.62	0.18	
UCITS中国机遇债券基金 (人民币份额)	CNY 109.27	0.77	2.03	
股票公募基金				
中国香港前瞻基金	HKD 17.39	9.62	5.40	
亚洲精选增长基金	HKD 15.44	9.02	2.77	
亚洲基建发展基金	HKD 12.00	8.54	-7.60	
环球新兴企业基金	HKD 14.06	9.35	9.43	
ETF				
工银中金美元货币市场基金	USD 1019.80	0.17	0.68	
南方东英港币货币市场基金	HKD 1029.55	0.15	0.61	
南方东英标普中国ETF	HKD 71.00	8.40	-3.99	

数据来源：工银资管(全球)，截至2020年4月29日

美贸易摩擦升级的担忧也有所提升，可能会对风险偏好造成进一步扰动。我认为，目前市场对经济活动恢复和财政及货币政策的支持已有一定预期，后续还需观察实际经济恢复程度、复工过程中的疫情防控情况及中美关系和贸易摩擦的进展。总体来看，如果美元流动性压力可控、疫情和复工进展及国际政治经济环境没有出现明显恶化，中资美元债的整体趋势出现完全逆转的可能性并不大，但市场内部的分化难以避免，尤其资质较弱的主体可能面临经营和融资的双重压力，基本面风险不容忽视。房地产板块方面，短期波动仍存，其中应重点关注自身流动性较为充裕且融资渠道相对畅通的龙头主体，尽量规避境外融资依赖程度较高、近期再融资压力大和财务缓冲能力较弱的企业。

利率方面，受疫情趋于平稳及美债长端供给增加的影响，利率曲线陡峭化可能性较高。我认为在现有基础上，2年10年期限利差仍有10-15个基点的陡峭空间；具体绝对值方面，在接下来一段时间，10年期利率将大概率在当前水平附近的区间内小幅震荡，我对久期整体偏中性，将更多关注信用利差带来的稳定收益。

本月精选主题：航空租赁资产

一般而言，飞机租赁收入相对稳定，飞机资产又是全球可移动、高质量、有需求支持的另类资产。从收入看，租赁收益是固定现金收益，由航空公司按租赁合同支付，一旦飞机存在任何维修等情况，一般都是航空公司负责维护和支付费用，对投资人没有额外的成本支出。从被抵押的飞机资产价值看，在过往行业周期中，波音、空客的飞机由于市场接受程度高、服役规模大和订单积压等因素，在价值留存方面表现较好。飞机市值在飞机基准评估价值上下波动不超10%，价值相对稳定。

现状：疫情全球分布

本次突如其来的新冠疫情始于中国地区，及后扩散至东南亚、欧洲；继而至北美及南美。此外，非洲于缺乏基础设施，暂时未能估算的受影响程度。

根据美国约翰斯霍普金斯大学统计，截止2020年5月6日9点，根据世卫组织最新实时统计数据，目前全球新冠肺炎确诊病例累计达3,659,759例，死亡病例256,928例。疫情最严重国家是美国，累计确诊个案逾120万宗，死亡人数超过7万，是全球最多。根据法新社统计，欧洲逾10万人死亡，英国累计确诊196,240例死亡病例数升至欧洲首位、全球第二。

影响：疫情对航空业及航空租赁业务的影响

航空公司受疫情冲击较大，运营困难。航空业固定成本和变动成本约各占50%。目前航线客运减少和亏损导致航空公司飞行收入不能覆盖变动成本，公司自行选择停飞，并非民航局规定。目前国际航线停飞占比95%以上，国内航线停飞50%以上。变动成本包括人工成本、燃油成本、机场起降费用等，其中员工工资包括基本工资和小时费，小时费占大头，计入航空公司变动成本。停飞的情况下，员工仅拿基本工资，小时费取决于值飞率，飞行航班少、值飞率低的情况下，工资会大幅下降，航空公司变动成本有所节约。固定成本则包括飞机租赁费用或折旧摊销费用，维修费用等；其中不论航班有无减少，航空公司必须向租赁公司支付租赁费用。但是由于疫情的持续，载客率大幅下降，导致航空公司现金流可能出现问题，租金迟交，长期拖欠等情况可能陆续发生，如果航空公司不幸破产，租赁公司只得寻变卖抵押的飞机等途径追回被拖欠的租赁费用。目前，国内外航空行业纯靠公司自身经营无法解决困境，各国航空公司正在寻求地方政府帮助困境解决。

展望

疫情爆发后，连带全球经济环境动荡，各行业市场波动较大。就航空业而言，各个国家尤其是中国采取了大量措施扶持航空产业，创造了众多就业机会达7200万人，但效果需要时间才能逐渐显现。

虽然目前疫情对航空业的冲击较大，需要长时间的恢复，但是根据过往50年的一些危机来看，航空交通流量却依然持续增长。例如几次石油危机，911恐怖事件，SARS的病毒危机等，从1966年至今依然保持增长。2006年至2016年，累计增幅为60%；自911事件后，更是增长翻倍，所以长远来看，航空运输业能有效抵御外部冲击而持续增长。中长期来看，飞机资产是收益稳定，风险相对较低的一类资产。虽然如此，疫情的爆发也让投资者认识到，投资航空租赁资产时挑选下游航空公司的重要性，需要严格审查其信用状况，不然在突发事件的巨大冲击下，容易发生航空公司破产的情况，导致投资的安全性降低。

综上所述，虽然航空业此次受到疫情影响的程度非常之大，而且目前尚未见底，但等疫情过后，客流量回暖，情况会得到缓解。而且飞机租赁资产从中长期来说是收益稳定，风险可控的资产。

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。