

全球资产展望-2020年9月

战略配置保持中性 战术上利用回调适当调仓

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于复工复产带来的制造业修复前景，认为经济场景仍处于见底阶段，并维持对风险资产的中性战略配置观点不变。此外，我们基于美元贬值的逻辑加大了风险资产的结构配置力度，提升了非美股票的配比。上月实际经济持续修复，但风险资产有所回调，非美股票相对抗跌，与我们的配置观点基本相符。
- 本月战略配置维持整体中性不变。我们认为当前宏观周期仍处于见底阶段，真正进入复苏阶段尚需更多经济指标确认。
- 本月战术配置适当提高风险资产整体配置至中性略偏重，重在结构有所侧重，充分利用部分品种的回调机会适当补仓。经济修复的市场主题将延续，风险资产虽短期回调不改中期趋势，可以利用回调适当补仓。结构上回补美股、美国高收益债、黄金、中国国债，从低配调至中性，调升铜的配置至高配，调低中国创业板、欧股的配置比例至低配。继续维持低配美元汇率。

□ 股票基金经理观点：新经济板块是长期配置主线，银行地产等低估值板块值得关注

- 海外市场方面，我们判断临近大选冲刺期，美股将出现若干选情所导致的波动走势，短期震荡加大。
- 中国市场方面，国内海外需求复苏，我们更看好中国市场表现，然而国内外环境复杂严峻，中美关系仍面临不确定性，预计市场短期仍将维持震荡。
- 行业配置方面，新经济板块是长期配置主线，银行地产等低估值板块值得关注。

资产类别	配置观点	
	1~6月 (上月)	1~2年 (上月)
风险资产	☐ (☐)	☐ (☐)
美股	☐ (↓)	☐ (☐)
日股	☐ (↓)	☐ (☐)
欧股	↓ (☐)	☐ (☐)
沪深300	↑ (↑)	☐ (☐)
创业板	☐ (↑)	☐ (☐)
港股	↑ (↑)	☐ (☐)
新兴市场股票	↑ (↑)	☐ (☐)
美国投资级	☐ (☐)	☐ (☐)
美国高收益	☐ (↓)	☐ (☐)
亚洲美元投资级	☐ (☐)	☐ (☐)
亚洲美元高收益	☐ (☐)	☐ (☐)
原油	☐ (☐)	☐ (☐)
铜	↑ (☐)	☐ (☐)
欧元	↑ (↑)	☐ (☐)
人民币	↑ (↑)	☐ (☐)
防御资产	☐ (☐)	☐ (☐)
美国国债	↓ (↓)	☐ (☐)
中国国债	☐ (↓)	☐ (☐)
黄金	☐ (↓)	↑ (↑)
美元	↓ (↓)	↓ (↓)
日元	☐ (↓)	☐ (☐)
	高配 ↑	中配 ☐ 低配 ↓

注：高、中、低配是指配置中风险资产与防御资产的配置比例相对风险平价中各类资产配比的高低，并非对未来一个月资产方向的判断

□ 债券基金经理观点：更多关注信用基本面，谨慎增加久期

- 亚洲投资级债券市场方面，经过近两个季度的持续修复，价格上涨空间和安全边际不断压缩，需要更加关注信用基本面。
- 亚洲高收益债券市场方面，年内保持谨慎乐观，优选商业模式独特、区域布局优质、财务管控良好的公司，不做过多信用下沉。
- 利率方面，继续保持中性，美联储政策框架改革导致结构性通胀上升到中期通胀水平的可能性并不高，预计未来美债收益率将渐进式上升。

目录

一、经济仍处于见底阶段，继续保持攻守平衡..... 3

1.1 宏观场景仍处于见底阶段..... 3

1.1.1 美国就业市场好于预期，但非临时失业仍在上升 3

1.1.2 内需驱动美国制造业强烈反弹，仍在兑现经济边际变好的市场预期，但并非没有隐忧 4

1.1.3 欧元区制造业景气度回升放缓，市场暂未对“无协议脱欧”定价，未来相关风险发酵可能令欧元和英镑短期承压 5

1.1.4 中国经济继续修复，但景气度回升已明显放缓 6

1.2 市场主题仍为全球复工复产但驱动力已经明显减弱，流动性持续宽松，战术配置继续对风险资产保持中性 7

二、国内长端利率以及 A 股风格..... 9

2.1 利率债还未到翻多时，但已无需再强烈看空 9

2.1.1 社融持续走强，但大概率将在未来几个月见顶 10

2.1.2 虽然“宽信用”的宏观场景可能出现变化，但当前社融结构并不支持立即就做多利率债，需把握交易节奏 11

2.2 A 股风格可能更趋于平衡，但大级别的风格切换往往不会一蹴而就，中观行业景气度也不支持价值股主导行情 11

2.2.1 大级别的风格切换往往不会一蹴而就 12

2.2.2 从中观产业链来看，大级别的风格反转还未到来 12

三、基金经理观点..... 15

3.1 股票基金经理观点：新经济板块是长期配置主线，银行、地产等低估值板块值得关注..... 15

3.2 固收基金经理观点：更多关注信用基本面，谨慎增加久期..... 16

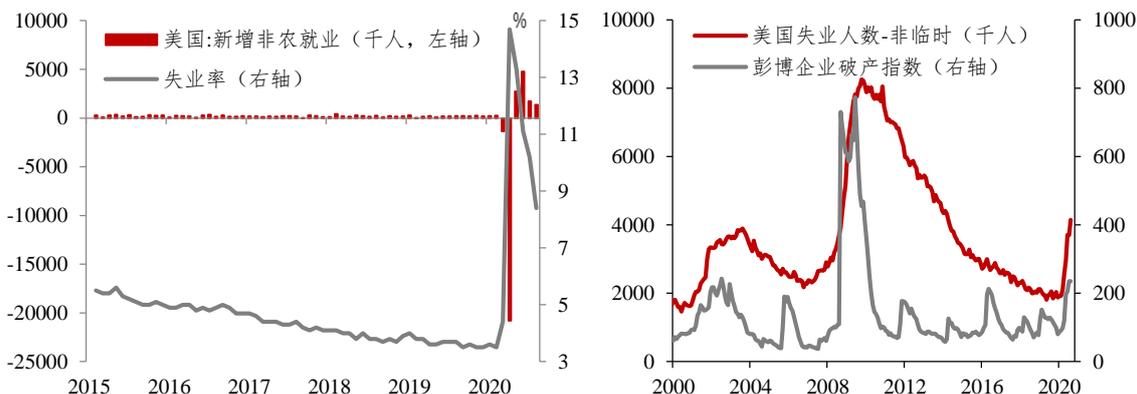
一、经济仍处于见底阶段，继续保持攻守平衡

1.1 宏观场景仍处于见底阶段

我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济仍处于见底阶段。根据我们的定义，脱离衰退而进入见底阶段并非表明经济已经开始正增长，而是仍处于收缩的位置，但在该阶段一些先行指标会提示经济正在慢慢回暖，市场最危急的时刻已经过去。从大类资产的历史收益来看，风险资产会在当前阶段将得到一定的支撑，可以将风险资产和防御资产的动态战略配置调整为更加平衡的比例。

1.1.1 美国就业市场好于预期，但非临时失业仍在上升

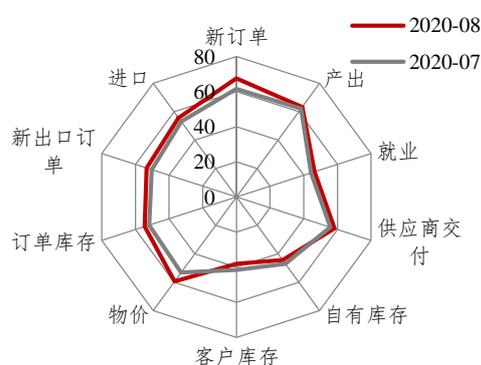
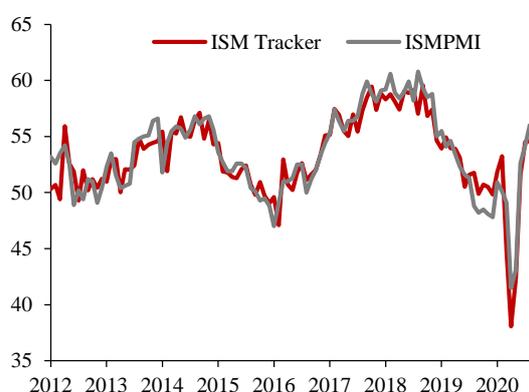
美国 8 月新增就业 137.1 万，失业率下降至 8.4%，大幅好于预期，但非临时失业人数再次显著上升。原因在于本轮衰退的驱动因素并非是自身经济动能的丧失，而是新冠疫情这个外生冲击，这导致解封后临时失业下降很快，但疫情对非临时失业的影响依然还在发酵。因此，美国的宏观场景尚未从见底过渡至复苏。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 内需驱动美国制造业强烈反弹，仍在兑现经济边际变好的市场预期，但并非没有隐忧

美国 8 月的 ISM 制造业 PMI 高达 56，超市场预期的 54.8，也比工银资管的 PMI tracker 显示的 54.6 高，仍在兑现市场对经济边际变好的预期。从分项看，大部分分项指标均有明显上升，新订单指数大幅升至 67.6，显示内需非常强劲。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

但从美国经济的各项指标来看，也并非没有隐忧。消费剧烈反弹，高频同比指标已经回到了疫情前的水平，带动美国经济超预期修复，但也透支未来上升空间。通胀预期继续回升，但在近期上升已经非常缓慢，这说明需求对通胀预期的驱动已经趋于乏力。此外，中小企业修复仍然缓慢，预计将继续对非临时就业形成压力。

美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势	美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势
景气度	ISMPM	NAPMPM Index	56.00		流动性	US Libor-OIS	USLIBOIS G Index	16.90	
	LEI YOY	LEI YOY index	-6.80			M1-M2 YOY	——	14.80	
	中小企业乐观指数	SBOITOL Index	98.80		利率曲线	10Y美债收益率	USGG10YR Index	0.70	
	中小企业资本支出计划	SBOCAPS Index	26.00			美债10Y-2Y	USYC2Y10 Index	56.41	
	房地产NAHB指数	USHEMDX Index	78.00			美债30Y-10Y	USYC1030 Index	75.31	
Chicago Fed经济活动指数 3月均值	CFNAD43 Index	3.59		FNMA 30Y		MTGEFNCL Index	1.36		
经济活动	NY Fed WEI	FRNYWEI7 Index	-4.41		信用利差	US IG全行业	USOIGTO Index	128.24	
	建筑许可 YOY	NHSPATY % Index	8.60			US Corp BBB Spread	CSI BBB Index	1.42	
就业市场	新增非农就业	NFP TCH Index	1371.00			US Corporate HY Spread	CSI BARC Index	4.80	
	永久失业人数	USJLPLS Index	3411.00			欧元EUR HY OAS	LP02OAS Index	4.25	
	首申失业金人数 4周均值	INJCJ4 Index	991.75			EM USD OAS	EMUSOAS Index	3.43	
	彭博破产指数	BKRNNDX Index	325.16			EM USD HY OAS	BEBGOAS Index	6.73	
通胀预期	美元指数掉期远期5y-5y	FWISUS55 Index	2.09			EM Asia USD IG OAS	BAIGOAS Index	1.66	
	US 10Y BEI	USGGBE10 Index	1.70			EM Asia USD HY OAS	BAHYOAS Index	6.48	
	核心CPI	CPIXYOY Index	1.60			英国投资级/高收益债	LQD HYG	1.60	
消费	消费者信心 CB	CONCCONE Index	84.80			美股波动率	VIX Index	30.75	
	红皮书每周商店销售 YOY	REDSWYOY Index	4.60		做多JPYEUR总回报	JPYEURIL Curney	109.85		
	密歇根大学消费者信心	CONSENT Index	74.10						

数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.1.3 欧元区制造业景气度回升放缓，市场暂未对“无协议脱欧”定价，未来相关风险发酵可能令欧元和英镑短期承压

欧元区、德国和日本的 8 月制造业 PMI 分别为 51.7、52.2 和 47.2，景气度回升已经明显放缓。此外，近期英国“无协议脱欧”风险出现上升。英国自于 1 月 31 日退出欧盟后，双方就贸易协议进行了多轮谈判都未取得显著进展。脱欧过渡期将在 12 月 31 日结束，英国必须在此前与欧盟达成新的自贸协议。英国首相办公室于 9 月 7 日发表的一份声明表示，与欧盟达成自由贸易协议的最后期限是 10 月 15 日（距当前还有 5 周）。

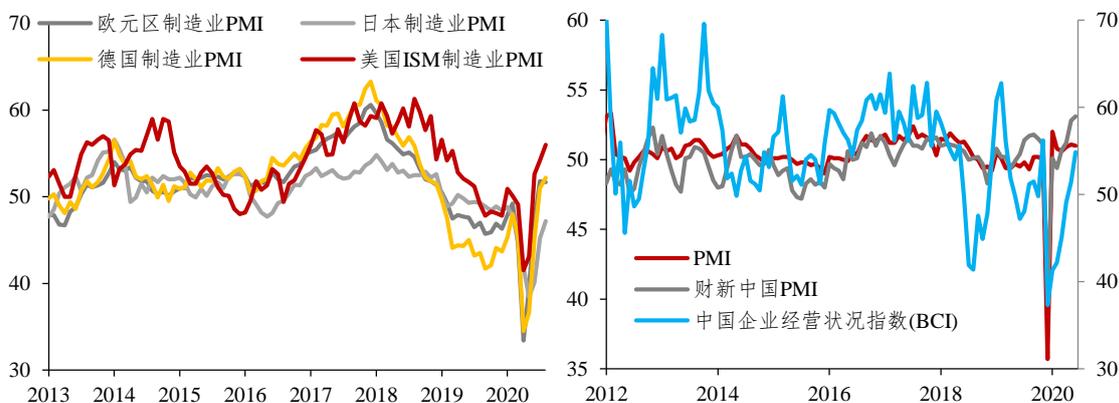
目前来看，市场对英国“无协议脱欧”并未定价，如果风险在未来几周持续发酵，将令欧元和英镑承压，并对美元形成短期支撑。虽然经过几年的消化，英国“硬脱欧”对市场的冲击已经显著下降，但与 2019 年 9 月 23 日的英镑期权相比（英国首相约翰逊在保守党大会提出了新的协议，并表示将在 10 月 31 日脱欧，距 9 月 23 日也为 5 周），当前期权的隐含波动率显示市场并未对“无协议脱欧”定价。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

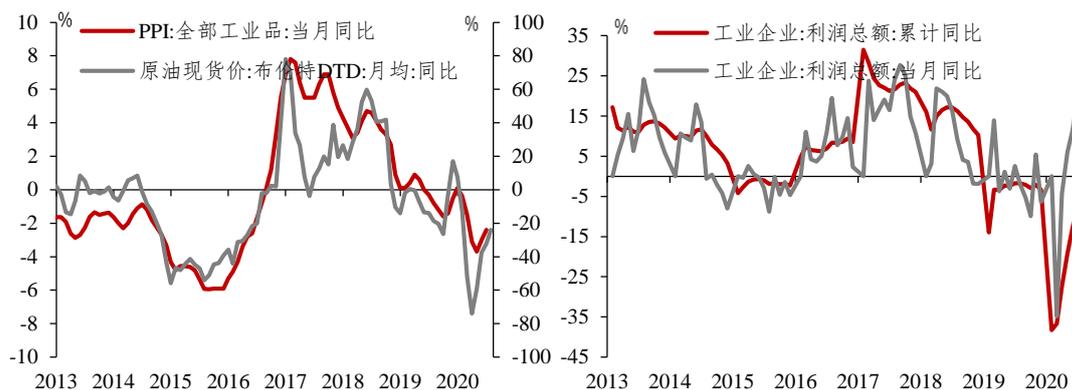
1.1.4 中国经济继续修复，但景气度回升已明显放缓

中国8月中采制造业PMI为51,财新PMI为53.1,基本符合预期,BCI也继续好转,显示经济继续修复,但回升速度已显著放缓。从PMI分项来看,除价格端指标回升较大以外,新出口订单也继续好转,与欧美需求回升相互印证。



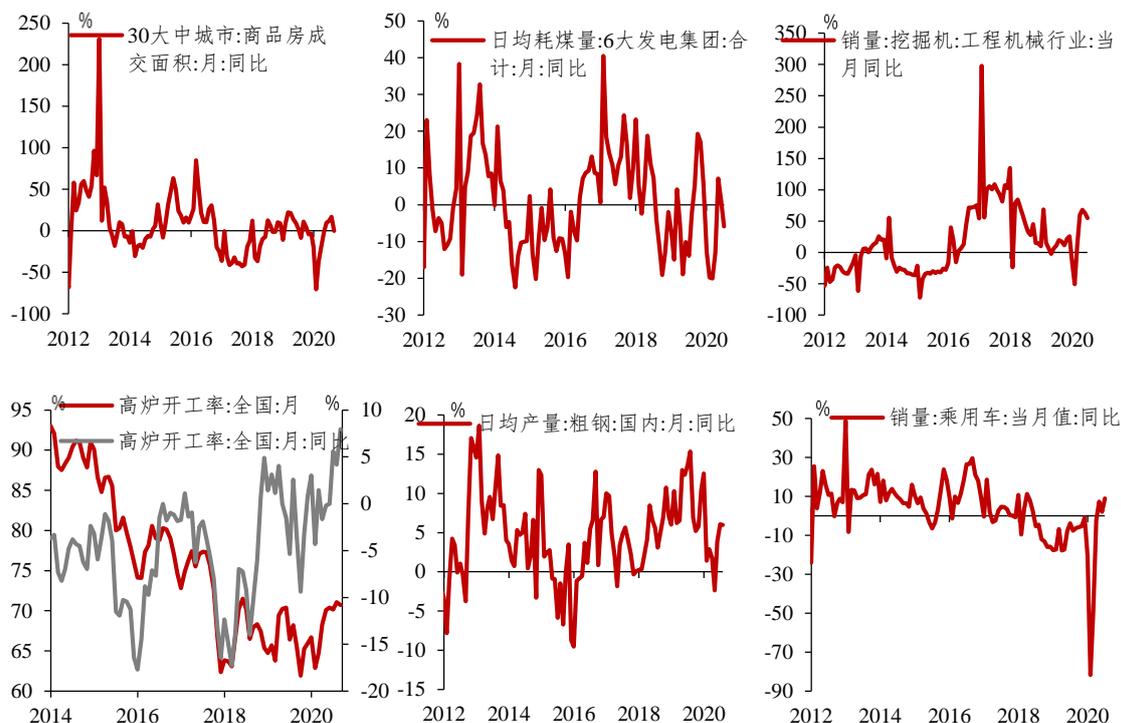
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

受原油价格支撑,8月PPI虽然仍为-2%,但已确认触底回升。7月工业企业利润同比增速达19.6%,主要受益于营业收入中成本和费用的下降,以及投资收益的上升。



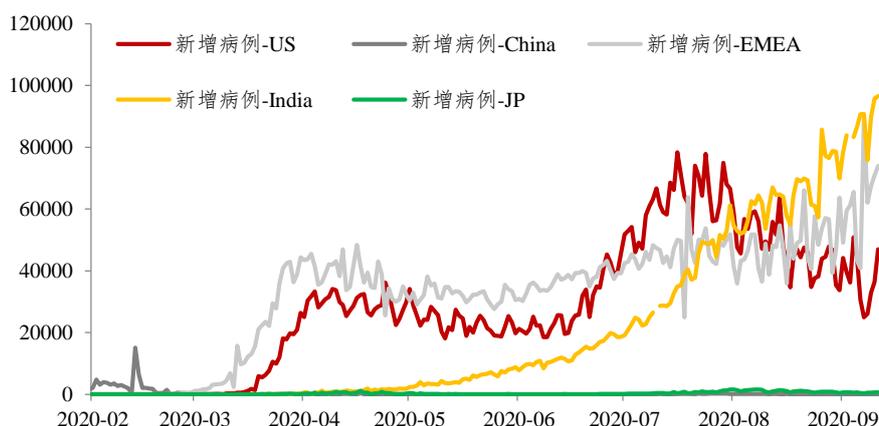
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从高频经济数据看, 商品房成交量、发电耗煤量、挖机销量有掉头迹象, 高炉开工率、粗钢产量、乘用车销量仍在持续上升但边际放缓。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 市场主题仍为全球复工复产但驱动力已经明显减弱, 流动性持续宽松, 战术配置继续对风险资产保持中性



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

除经济周期以外，市场主题也是驱动大类资产在中短期变化的主要力量。自 3 月底开始，欧美疫情相继步入缓和阶段，经济修复成了驱动市场最重要的宏观主题。此外，美国的疫情相对于非美主要经济体控制得更差，也让市场对非美经济体的复苏预期将更具韧性，尤其是率先走出疫情的中国，已经展现了较强的复苏韧性。美元指数自 7 月开始出现大幅下滑，从 97 快速降至当前的 93 左右的位置。

但是，8 月以来，欧洲疫情出现了“二次爆发”，让“复工复产+美国更弱”的市场预期有所扭转，叠加美元短期超卖，也在一定程度对美元形成了支撑。

全球	亚洲	欧洲	美洲	非洲	大洋洲
地区	时间	新增确诊	累计确诊	死亡	治愈
美国	09-07	25,154	6,485,575	193,534	3,758,629
印度	09-07	75,022	4,277,584	72,816	3,321,420
巴西	09-07	10,273	4,147,794	127,001	3,355,564
俄罗斯	09-07	5,185	1,030,693	17,871	843,280
秘鲁	09-06	1,598	691,575	29,976	522,251
哥伦比亚	09-07	5,327	671,848	21,615	529,279
南非	09-07	845	639,362	15,004	566,555
墨西哥	09-07	3,486	637,509	67,781	536,689
西班牙	09-07	26,560	572,629	29,516	196,958
阿根廷	09-07	9,215	488,007	10,129	357,388
智利	09-07	1,764	424,274	11,652	395,717
伊朗	09-07	2,152	388,810	22,410	335,572
英国	09-07	2,945	352,450	41,643	1,824
法国	09-07	4,203	328,980	30,732	88,316
孟加拉国	09-07	2,202	327,359	4,516	224,573

全球	亚洲	欧洲	美洲	非洲	大洋洲
地区	时间	新增确诊	累计确诊	死亡	治愈
俄罗斯	09-07	5,185	1,030,693	17,871	843,280
西班牙	09-07	26,560	572,629	29,516	196,958
英国	09-07	2,945	352,450	41,643	1,824
法国	09-07	4,203	328,980	30,732	88,316
意大利	09-07	1,150	278,784	35,553	210,238
德国	09-07	1,898	253,626	9,498	227,000
乌克兰	09-06	2,174	138,068	2,877	62,606
罗马尼亚	09-07	883	95,897	3,926	40,454
比利时	09-07	542	88,367	9,907	18,567
瑞典	09-07	512	85,867	5,851	18,380
荷兰	09-07	840	78,697	6,278	1,598
白俄罗斯	09-07	172	73,031	716	71,883
波兰	09-07	302	71,126	2,124	55,113
葡萄牙	09-07	249	60,507	1,843	43,016
瑞士	09-07	191	44,592	2,014	37,700

数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

对于未来 1-6 个月的战术配置，风险资产对经济“V”形反转的预期比较充分，但经济数据仍无法证伪该预期。因此，我们将战术配置中风险资产的配比继续保持为中性。在无法证伪经济复苏逻辑的情况下，寻找流动性、风险收益比以及安全边际更高的交易，进行结构而非仓位的调整。

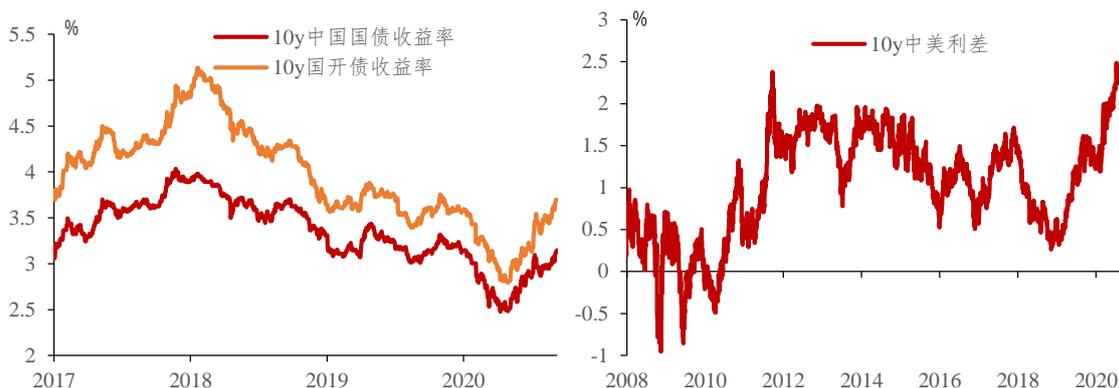
当前股票市场的价值/成长之比尚未出现明显反转，但新兴市场股票、小盘股以及铜金比都已经明显复苏。近期 IT 行业的大幅回落和周期、价值行业的反弹，可能启动阶段性的成长与价值的风格平衡，我们应该密切关注经济数据以观察经济是否正出现全面复苏的迹象，并联系其他市场的同步指标来确认风格转化。

二、国内长端利率以及 A 股风格

2.1 利率债还未到翻多时，但已无需再强烈看空

之前，随着中国经济的好转，以及政治局会议对经济恢复成果的定调，央行的态度已经十分明确：整体偏松但边际收紧。因此，我们在 5 月底就提出，长久期利率债在“经济周期上行+货币政策边际收紧”的场景下已经没有太多机会。中美对抗所引起的情绪因素以及跨境利差为利率债提供了一定安全边际但还不足以对抗经济周期上行的影响，长端利率将维持震荡上行的态势。10 年国债收益率也持续上行，当前已震荡至 3.1% 以上，接近去年 3.2% 的交易中枢。

不过，在当前状况下，我们认为，利率债虽未到翻多时，但已经不需要像之前那样强烈看空了。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.1.1 社融持续走强，但大概率将在未来几个月见顶

之前，国内的宏观场景一直是“宽信用+货币边际收紧”的状态，但按照易行长在陆家嘴论坛上的表述，“今年新增贷款近 20 万亿，新增社融超 30 万亿”，社融可能在未来几个月出现拐点。

首先看新增贷款。以 19~20 万亿人民币的量来估算，今年年底存量贷款同比将大致处于 12.4%~13.1% 的区间，而 5~7 月的存量人民币贷款同比均为 13.3%。可见，今年的存量贷款同比增速很可能在 5 月就已经见顶了，下半年将保持稳定或略向下。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

然后再看社融的其他几项。政府债方面，今年的国债、特别国债和地方债新增合计约为 8.5 万亿人民币，考虑到部分债券到期未续，新增政府债大致为 8 万亿人民币。企业债方面，按照国常会要求，今年非

金融企业债将多增 1 万亿人民币，所以今年新增企业债大致为 4.2 万亿人民币。表外融资方面，鉴于未来相关政策可能收紧，委托贷款、信托贷款以及未贴现票据等表外融资将有所下降，预计较去年略微负增长。此外，预计其他不重要的几项将再增 1 万亿人民币。

综合以上，新增社融总量大致为 32~33 万亿人民币。因此，今年年底社融存量同比的区间大致为 12.7%~13.1%，而 7 月社融存量同比已达 12.9%。我们预计，在社融结构性因素的驱动下，社融将先升后降。

2.1.2 虽然“宽信用”的宏观场景可能出现变化，但当前社融结构并不支持立即就做多利率债，需把握交易节奏

虽然当前“宽信用”的宏观场景可能在未来几个月出现变化，但当前的社融结构还不足以支持立即做多利率债。正如前面所述，人民币贷款同比增速大概率已经见顶，但政府债发行量依然很大，将继续对社融形成支撑，地方债发行可能在 10 月以后才会出现明显下降，而新增贷款弱、政府融资强的社融结构并不利于做多利率债。综合政府债发行和新增贷款的未来走势，可以想象社融在未来几个月的路径是：新增贷款下滑但政府债支撑社融继续走高，并在二者的合力下逐步见顶，之后再双双下降推动社融回落。

整体来看，社融的拐点很可能将在未来几个月到来，“紧信用”的环境将对长端利率形成压制，但在社融结构上，政府债将在近几个月变为社融主导力量，并不支持现在就做多利率债。此外，经济复苏的拐点、资金利率的拐点都还未到，而且出口受美国强劲需求的影响依然很好。因此，做多利率债还需把握交易节奏。

2.2 A 股风格可能更趋于平衡，但大级别的风格切换往往不会一蹴而就，中观行业景气度也不支持价值股主导行情

3 月底以来，全球成长股的结构化行情非常明显，而价值股持续跑输。就 A 股而言，成长/价值的相对 PB 分位数一度达到了 100% 的水平，直到近期出现市场调整，相对 PB 分位数才有所回落。

2.2.1 大级别风格切换往往不会一蹴而就

自上而下的看，成长股的持续强势主要是由于其大部分现金流在远端，社融和贴现率是最重要的路标，而价值股的启动则需要经济复苏的进一步确认。因此，3 月下旬以来，在宽信用、宽货币的背景下，资金将追逐具有较高确定性的成长龙头，为成长行情提供了基础。展望未来几个月，在中国经济复苏不断得到确认以及流动性边际收紧的宏观场景下，A 股的风格可能转向更加平衡，价值股不再大幅跑输。

不过，大级别风格切换往往不会一蹴而就。从以往的经验看，年度别的主导风格绝不是短时间就可以改变的，往往要经历较长期的市场预期的调整、磨合及反复确认。而且当前成长龙头的 ROE 仍在不断提升，短期并未看到明显逆转，市场信心还不会在短期坍塌。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

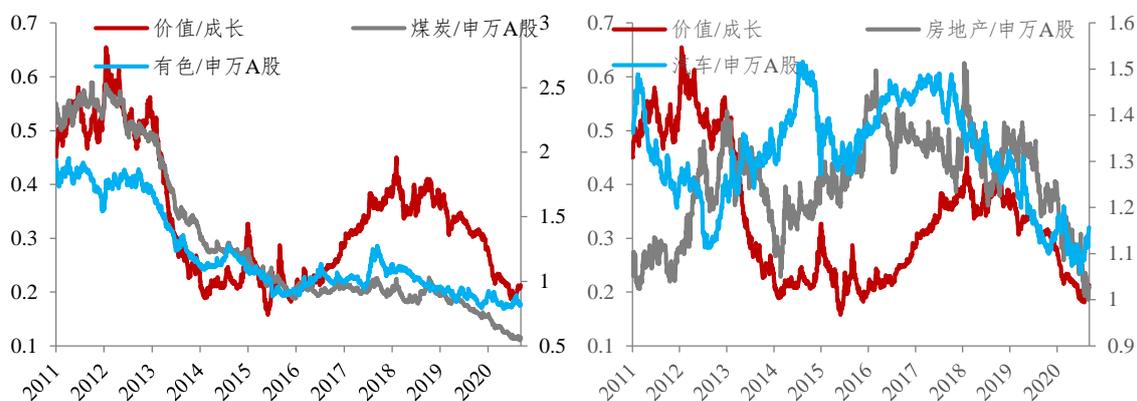
2.2.2 从中观产业链来看，大级别风格反转还未到来

当前市场发生风格的切换，可能仅是低估值股票的补涨，或高估值股票的涨多了，而非大级别价值风格重新主导，我们可以从中观产业

链来做进一步确认。价值股与金融、周期股重叠较多的，金融包括银行、证券、保险，周期股按产业链可以分为上游资源股（煤炭、有色、油气）、下游可选消费（房地产、乘用车、航空），以及中游用来验证周期的钢铁、化工、水泥。那么，我们可以先梳理一下传统意义上的各行业的投资逻辑。

煤炭、有色：有色股的启动往往是牛市的信号，驱动力是 LME 相关期货，信号是流动性、通胀和增长，也就是经济周期。有色股在前一段时间出现了明显的超额收益，但近期又跌了回去，所反映的信号对价值股并非正面。

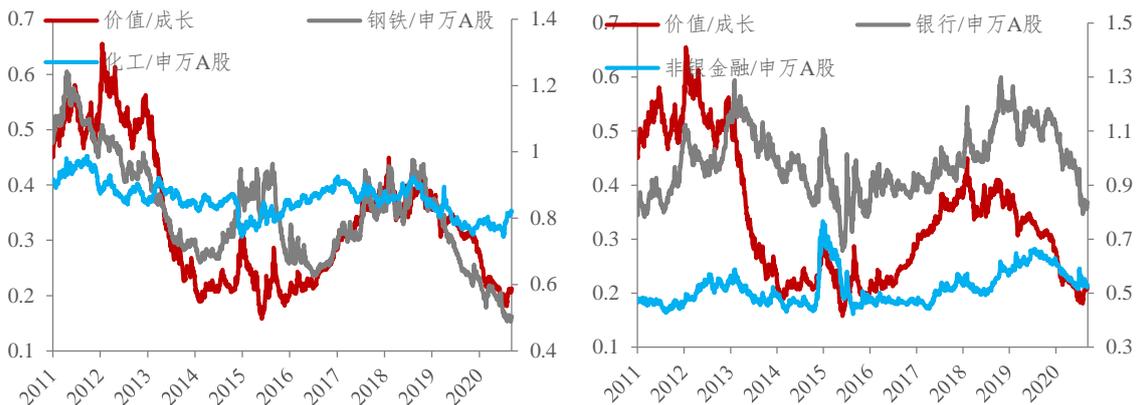
地产、乘用车：地产方面，销售面积和房价是地产股价最核心的驱动力，信号是利率、通胀和货币供应，当前这些信号都相对有利，但地产的相关政策并不友好。乘用车方面，汽车行业的投资、产能释放和需求呈现典型的蛛网模型，厂商按照当前需求投资，两年后产能建成，再看需求是否能达到预期，推断毛利变化。当前行业处于产销底部，景气度可能会逐步向上，对价值股有一定支撑。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

化工、钢铁：化工方面，主要看涨价预期，近期有不错相对收益。钢铁方面，吨钢毛利是钢铁股的主要驱动力，信号是下游需求和社会库存，当前下游需求较好，但社会库存仍在上升，钢铁板块的景气度仍呈现下行趋势，难以对价值股形成支撑。

券商、保险：券商方面，是市场高 Beta 品种，之前有所表现，但并不具有领先性。保险方面，驱动力是新业务增速以及投资预期，所以在当前宏观场景下保险好于银行，因为利率上升期对银行有好（净息差扩大的预期上升）有坏（不良率升高），但对保险行业基本上是利大于弊，所以对价值股可能有一定支撑。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

银行：虽然市场往往最后才轮动到银行，但银行权重最大，能够决定是否出现明显的风格轮动。银行股的驱动因素为宏观预期及 ROE 预期，信号为金融去杠杆、地方债管控、基建进度、净息差以及资产质量。就当前情况而言，中国的银行股最核心的利空因素在于向实体经济让利以及监管对银行的控制行为。不过，对于此次让利和控制，中央都给出了明确的数字，这让银行股的下行风险更加可控。

向实体让利方面，国常会提出银行合理让利的明确数字——1.5 万亿人民币，央行在后续的新闻发布会上介绍了让利所包含的部分：1) 利率下行对实体经济的让利，约为 9300 亿人民币，按当前银行对企业的债权计算，大致要降低利率 0.7%，目前还达不到，因此让利行为将继续对银行下半年的净息差产生压制，但降幅低于上半年；2) 央行两项货币政策工具叠加前期的延期还款付息政策，以及相关收费降低，合计约 5500 亿人民币。因此，虽然银行净息差将继续受到压制，但国常会明确了银行让利的底线，令银行的潜在下行风险得到了控制。监管控制方面，在疫情导致的不良还没完全暴露的情况下，银行的控制

方式大概率是将存量不良或准不良尽可能暴露、核销，这反而会让银行的资产负债表更加干净。因此，虽然银行的净息差在下半年大概率下行，继续压制 ROE，但此次让利更具有确定性，下行风险得到控制。此外，更加干净的资产负债表也有利于银行 PB 的提升。

综合以上，从中观产业链以及金融股来看，目前价值股还未得到各方合力的支撑，大级别的风格反转可能还未到来，但当前的宏观场景可能令 A 股的风格更趋于平衡。

三、基金经理观点

3.1 股票基金经理观点：新经济板块是长期配置主线，银行、地产等低估值板块值得关注

海外方面，随着美国最新经济数据回暖，同时受疫情好转影响，许多美国科技企业第二季营收皆优于预期及去年同期，支持美股近期表现，然而外围环境的不确定性风险正在升温，投资者聚焦美国新一轮财政刺激政策协商进展。另外，随着美国大选进入冲刺期，美股将出现若干选情所导致的波动走势，预料美股震荡加大。同时，近期西班牙和法国疫情持续抬升，日本安倍首相因健康问题辞职，仍需关注欧洲疫情发展和日本政局变化。

在美联储降息后周期及美元走弱的背景下，新兴市场相对发达市场拥有较高息差以及资产弹性，有助吸引资金回流，我们认为新兴市场潜力将优于发达市场。亚洲大部分国家和地区开始逐步走出疫情阴霾，相信经济将进一步复苏，但仍需关注韩国、印度的疫情发展。

新兴市场中，我们更为看好中国市场表现，8月 LPR 报价已连续四个月保持不动，预计下阶段货币政策将延续精准导向，对制造业、中小微企业等进行精准滴灌，从目前经济和政策格局来看，经济弱修复、宽信用放缓这两个慢变量可能进一步促进货币政策这一快变量在维持

平稳的基础上动态调整。企业利润延续快速增长趋势反映工业经济运行状况持续向好，5月以来，国内、海外需求共同修复，工业企业利润修复加快；同时，6、7月PPI数据同比降幅也持续收窄，印证工业企业盈利修复逻辑。然而国内外环境复杂严峻，中美关系仍面临不确定性，我们预计市场短期仍将维持震荡。未来利润增长仍有一定不确定性，后续政策要全力促消费、扩投资、稳外贸，充分发挥国内超大规模市场优势，有望加快释放需求潜力，稳定产业链和供应链。

配置方面，新经济股近期公布的业绩表现普遍优于预期，阿里巴巴、美团点评及京东股价不断走高，在消费升级及产业升级的趋势依然明显下，新经济股仍然是我们长期的投资主线；而另一方面，银行、地产等板块持续下跌，短期由于有业绩支撑，市场风格或将维持，但随着估值差异加大以及经济不断回暖，后续仍需留意此类配对交易行情的反转。整体来看，港股市场平均估值水平仍处于全球市场中的洼地，虽然美国大选的不确定性和中美关系紧张给市场造成了一定的扰动，但中长期来看，全球经济复苏的大势不变，而全球流动性预计仍会维持在相对宽松的水平，因此我们认为短期的调整是中长期布局港股的好时机。

3.2 固收基金经理观点：更多关注信用基本面，谨慎增加久期

投资级债券方面，利差收窄趋势放缓，交投方面仍以新发交易最为活跃。中美同意继续推动第一阶段经贸协议落实，增强了亚洲信贷投资者的投资信心。但美国国债收益率的大幅回升拖累了投资级债券表现。新债发行持续火热，多数债券仍以溢价发行，上市后表现分化明显。展望后市，尽管影响因素相互交织，但总体我们维持中性观点不变，预计利差会继续收窄，但经过过去近两个季度的持续修复，价格上涨空间和安全边际不断压缩，需要更加关注信用基本面来选取具有相对估值潜力的名字，尤其是对率先走出疫情影响并快速复工复产的

中国名字，由于估值修复较为充分，需要更加关注基本面变化。此外，我们维持韩国债券作为防御性资产的观点不变；对于新加坡保持中性，看好其国企的长期信用稳定；维持对印度和印尼中性的观点，后市可能还具备一定的上涨空间，但需优选资质良好的国债及国企名字。

高收益级债券方面，8月高收益债券延续强劲势头收涨 2.15%，年初至今收益已达到 2.96%。与投资级债券趋势相同，信用间的分化加剧，投资者对高质量名字的偏好仍然突出。中期业绩公布后，总体来看 2020 上半年，中资房企在 2019 年的基础上表现进一步分化，部分具备商业模式优势及具备城市布局优势的房企在上半年疫情影响下仍实现了业绩的大幅增长。展望后市，对亚洲高收益债券在余下四个月中的表现保持谨慎乐观。当前，“房住不炒”的行业基调仍维持平稳，流动性环境也趋于常态化，在此环境下，建议优选商业模式独特、区域布局优质、财务管控良好的公司，不做过多信用下沉，并谨慎增加久期。

利率方面，8月美国国债收益率大幅走高，且曲线明显陡峭化，2年期、5年期和10年期当月分别上行 2.5 个基点、6.3 个基点和 17.7 个基点。8月走势与我们在上月报告中所预期的“美国国债利率波动将会加剧，并且有陡峭压力”相一致。美联储主席在 8月 27 日的讲话中宣布，联邦公开市场委员会已采用灵活的平均通胀目标形式，但我们认为框架改革导致结构性通胀上升到中期通胀的可能性并不高，预期未来美国国债收益率将渐进式上升。

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於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)仅作说明之用,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。