

全球资产展望-2021年3月

各国宏观政策分化及潜在机会

□ 资产配置观点

- ▶ 上月，我们基于经济复苏、疫情接种加快和财政刺激三方面的前景，维持在战术配置上对风险资产较为积极的态度，结构上继续看好周期价值、中小盘、清洁能源、工业、原材料、能源等板块并偏重中国“低估值+顺周期”股票，同时看好受需求复苏影响较大的原油、铜，看空美国国债。上月实际财政刺激在国会获得通过的过程中风险资产出现了“冲顶”的走势，之后在利好兑现及美债收益率快速上行的驱动下，风险资产均出现了不同程度的回调，资产表现分化加大，顺周期、价值上涨而成长股大幅回调，表现出经济复苏与风格转化同步运行的场景，与我们的配置观点基本相符。A/H 股及新兴市场股市受美债利率上行、美元升值及中国信用边际收紧的综合影响，调整幅度更大。
- ▶ 本月继续在战略配置中维持风险资产较高的配置比例。美国经济已经进入全面复苏阶段，制造业复苏强劲，核心通胀开始回升但与政策目标仍有距离，这确保了美联储在较长时间内维持目前基准利率和购债计划规模不变。
- ▶ 本月基于经济全面复苏、疫情改善和财政刺激落地三方面的考虑，战术配置上总体趋于谨慎同时加大结构调整力度。美债利率预计将维持向上格局，发达国家股市将保持上涨态势，但内部结构分化。欧洲经济弱于美国，货币刺激力度有望加大，美欧利差继续扩大，美元可能出现短期继续反弹，欧股表现更强。在权益配置结构上，继续偏重清洁能源、工业、原材料、能源等板块，并持续看好商品市场，逐步减仓部分之前涨幅较大的中小盘股票。大中华股票方面，在“稳杠杆”的基调下，信用扩张回归正常化，经济修复边际放缓，叠加美债利率上行趋势仍在，我们对大中华股票持相对谨慎的态度，不过 A/H 股市前段时间下行较快，短期可

能出现反弹，应逢高减仓并加大内部结构调整，继续偏重“低估值+顺周期”股票。

资产类别	配置观点	
	1-6月 (上月)	1-2年 (上月)
风险资产		↑ (↑)
美国股票	▬ (▬)	↑ (↑)
——价值	↑ (↑)	
——成长	↓ (↓)	
——中小盘	▬ (↑)	
——顺周期	↑ (↑)	
——公用事业	↓ (↓)	
欧洲股票	↑ (▬)	↑ (↑)
新兴市场股票	↑ (↑)	↑ (↑)
大中华股票	▬ (▬)	↑ (↑)
——上游资源	↑ (↑)	
——中游制造	▬ (↑)	
——必需消费	↓ (↓)	
——可选消费	↓ (▬)	
——金融地产	↑ (↑)	
——TMT行业	↓ (↓)	
美国信用债	▬ (▬)	↑ (↑)
——投资级	↓ (↓)	
——高收益	▬ (▬)	
亚洲美元债	▬ (▬)	↑ (↑)
——投资级	↓ (↓)	
——高收益	▬ (▬)	
工业品	↑ (↑)	↑ (↑)
——原油	↑ (↑)	
——铜	▬ (↑)	
风险货币	▬ (▬)	↑ (↑)
——欧元	↓ (▬)	
——澳元	▬ (▬)	
——加元	↑ (↑)	
——人民币	▬ (▬)	
防御资产		↓ (↓)
利率债	▬ (▬)	↓ (↓)
——美国国债	↓ (↓)	
——中国国债	▬ (▬)	
贵金属	▬ (↓)	↑ (↑)
——黄金	▬ (↓)	
——白银	↑ (▬)	
避险货币	▬ (↓)	↓ (↓)
——美元	▬ (↓)	
——日元	↓ (↓)	
高配 ↑	中配 ▬	低配 ↓

注：高、中、低配是指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

目录

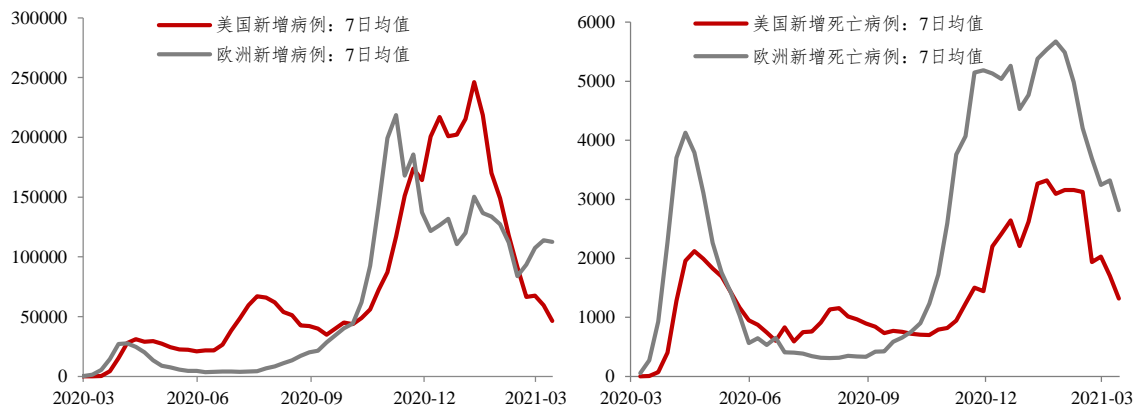
一、经济周期	3
1.1 疫苗及财政刺激继续助力发达国家经济复苏	3
1.1.1 美、欧疫情持续好转，疫苗接种速度加快	3
1.1.2 疫情好转推动服务业修复加快，发达国家经济持续复苏.....	4
1.1.3 国会通过新一轮财政刺激，预计将对风险资产带来支撑，但也需警惕中期财政刺激全部落地后的潜在风险	5
1.2 中国信用扩张回归正常化趋势未变，经济修复速度或将边际放缓	5
1.2.1 社融增速超预期但信用扩张正常化趋势不变，未来三个月社融增速仍将下滑....	6
1.2.2 出口韧性继续支撑中国经济复苏，但经济边际修复速度放缓.....	7
二、大类资产展望	8
2.1 美债利率：疫苗接种加快叠加财政刺激，经济复苏脉冲动能较强，收益率曲线将继续“熊陡”	8
2.1.1 在 10 年美债收益率突破 2% 前，美联储进行 OT 或 YCC 的概率并不高.....	8
2.1.2 低基数效应下，原油等大宗商品同比涨价将驱动美国 CPI 和中国 PPI 继续上行..	8
2.1.3 疫苗接种加快叠加财政刺激，美国和全球经济基本面预期支撑美债收益率.....	10
2.2 国内利率：多空力量持续交织，当前利率债仍缺乏明确主线，在主交易逻辑出现前将维持震荡	10
2.2.1 宏观杠杆率处于高位，政策面在中长期回归稳杠杆，制约国内利率下行空间... 11	
2.2.2 大宗商品在低基数作用下同比涨价驱动 PPI 上行，也对国内利率形成支撑.....	12
2.2.3 信用扩张及经济基本面修复放缓对国内利率产生压制.....	12
2.3 大中华股市：经利率调整后的估值仍处于较高区域，基本面驱动边际减弱，盈利扩张将推动“顺周期+低估值”占优格局延续	13
2.3.1 经济基本面驱动边际减弱，利率调整后的 A/H 股市估值有待盈利增长消化，中期估值提升空间有限	13
2.3.2 盈利增长仍是核心驱动，PPI 持续上行叠加全球股市风格轮动共振，或将推动“低估值+顺周期”占优格局延续	15
三、基金经理观点	16
3.1 股票基金经理：平衡配置，个别成长股价值开始凸显	16
3.2 固收基金经理：投资级板块中性偏弱，高收益板块信用分化加剧	18

一、经济周期

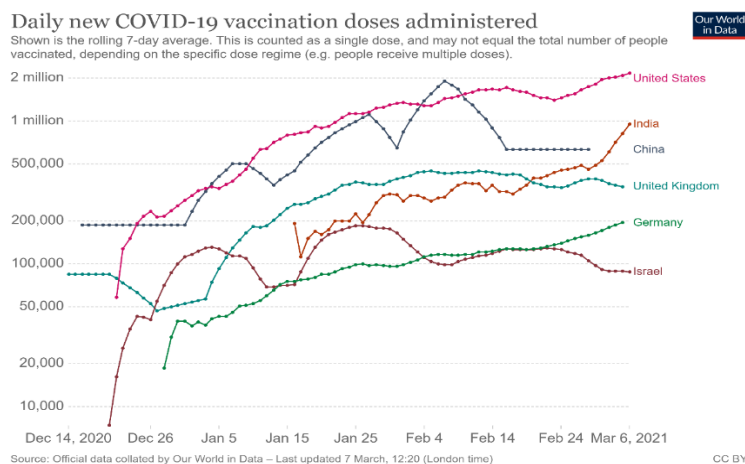
1.1 疫苗及财政刺激继续助力发达国家经济复苏

1.1.1 美、欧疫情持续好转，疫苗接种速度加快

近期，发达国家疫情均处于持续好转中，美、欧新增确诊人数和新增死亡病例数都出现明显下降。此外，发达国家疫苗接种速度也显著加快。美国当前接种速度约为 2 百万剂/日，拜登上任 100 天内接种 1 亿剂的承诺正在逐步兑现，但当前速度仍远低于上半年实现群体免疫所要求的 300 万剂/日，预计今年 3 季度能达到所需疫苗覆盖率目标。



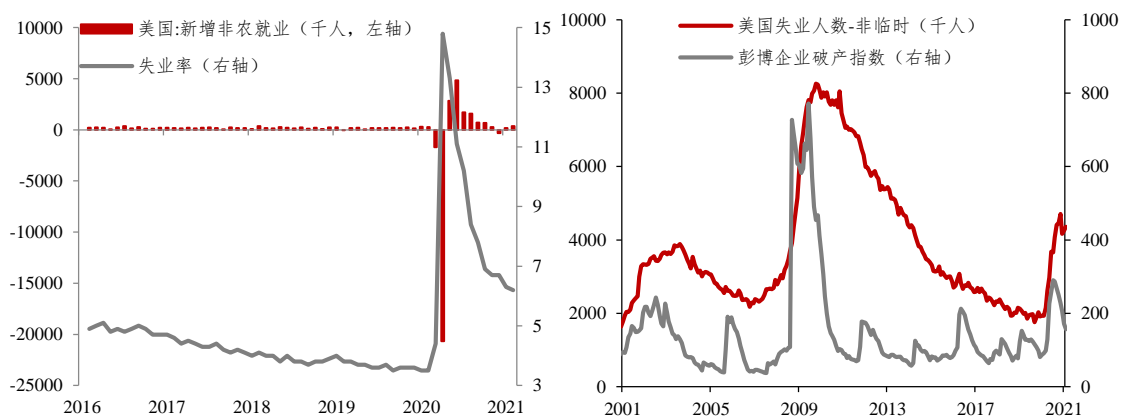
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源：Our World in Data，工银资管（全球）

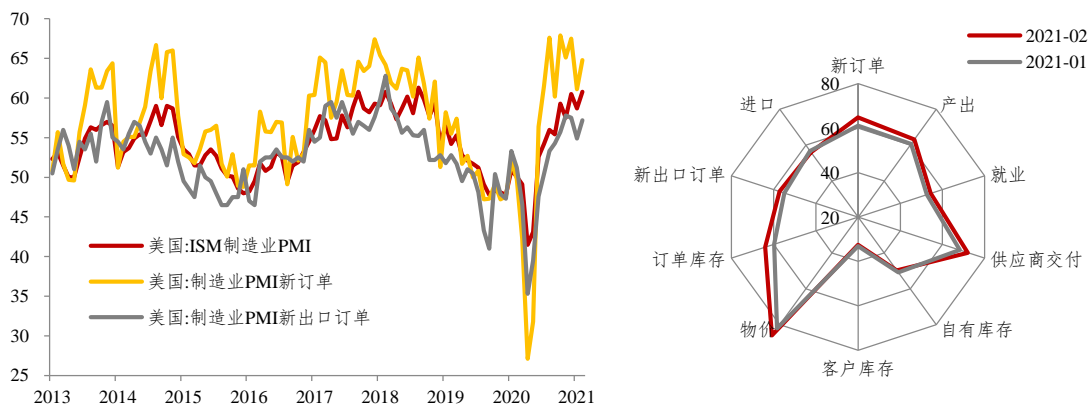
1.1.2 疫情好转推动服务业修复加快，发达国家经济持续复苏

美国 2 月新增非农就业 37.9 万，超市场预期。受疫苗接种速度加快以及疫情持续好转的影响，服务业修复加快推动美国新增非农就业修复，预计服务业重启将继续推动美国就业市场复苏。另外，美国的失业率已下降至 6.2%，非临时失业的拐点也已经出现，我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济的宏观场景仍处于全面复苏阶段，补库存也仍在持续。

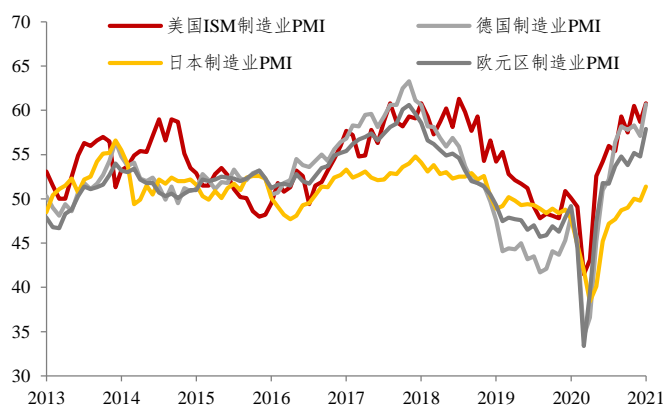


数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

美国 2 月的 ISM 制造业 PMI 为 60.8，高于市场预期，仍在兑现市场对经济边际修复的预期。PMI 分项方面，新订单、产出和就业三项都有所上升，显示美国内需修复推动制造业反弹仍在持续。此外，欧元区、德国和日本的制造业 PMI 也都出现显著回升。



数据来源：Wind, 工银资管（全球）



数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.1.3 国会通过新一轮财政刺激，预计将对风险资产带来支撑，但也需警惕中期财政刺激全部落地后的潜在风险

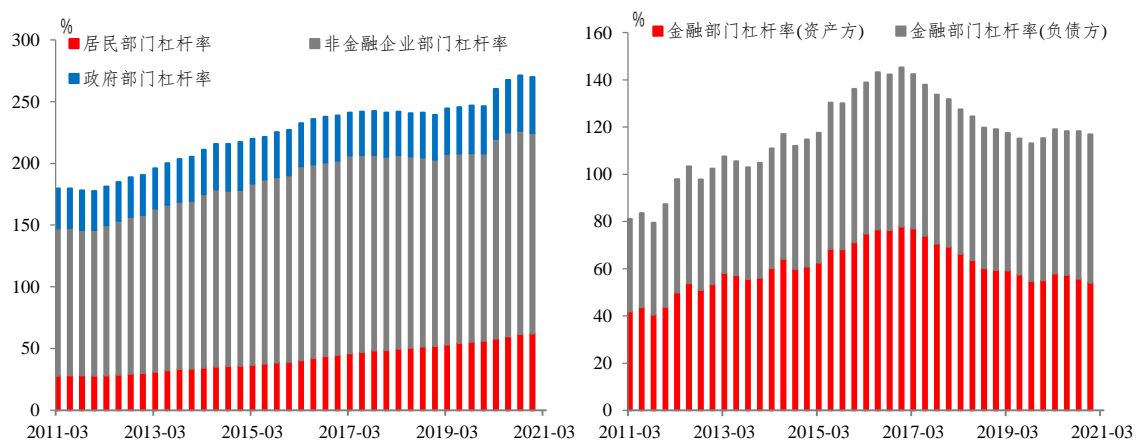
美国总统拜登于 11 日签署总额高达 1.9 万亿美元的第三轮新冠疫情纾困法案。由于该法案动用了预算协调程序，这让民主党能够在共和党一致反对的情况下，以简单多数通过纾困计划而免受共和党“冗长辩论”的阻挠。但民主党放弃了两党方案而采用预算协调程序本身就显示民主、共和两党在财政刺激上存在巨大分歧，而动用预算协调程序更加剧了这种分歧。

由于预算协调程序每年只能被执政党动用一次，考虑到两党在财政刺激上的巨大分歧，这也意味着今年大概率不会再有新一轮的财政刺激，拜登的加税和基建计划也将被推迟至明年以后。因此，新一轮财政刺激很可能在中短期给风险资产带来表现机会，但从中期来看，随着拜登政府抗疫政策的全部落地以及潜在的收入分配调节政策的推出，则可能对风险资产构成压制。

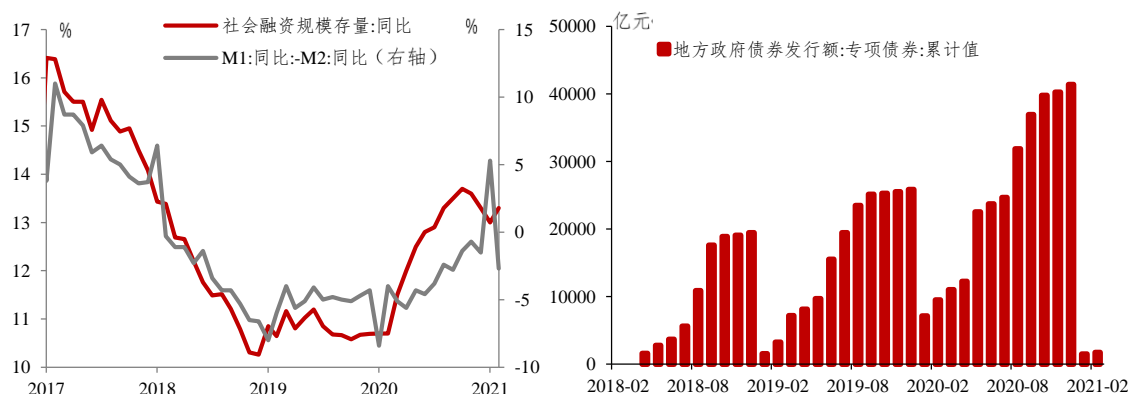
1.2 中国信用扩张回归正常化趋势未变，经济修复速度或将边际放缓

1.2.1 社融增速超预期但信用扩张正常化趋势不变，未来三个月社融增速仍将下滑

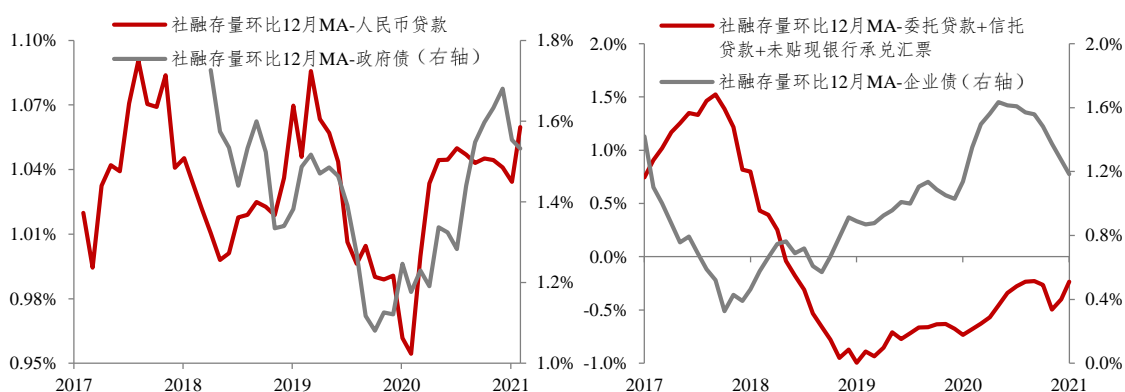
中国2月社融存量同比增13.3%，明显超市场预期，一方面是由于经济持续复苏，融资需求依然不弱，拉动表外融资和人民币贷款，另一方面也是由于去年同期受疫情的影响基数较低。现阶段虽没有明显的政策收紧迹象，但信用扩张的拐点已经出现，未来三个月的社融增速回落或将明显加速，去年3月至5月，在“六保”政策的支持下，社融增速显著上升，因此，受高基数效应的影响，未来三个月的社融同比增速将显著回落，这将为风险资产的估值带来一定压力。



数据来源：Wind，工银资管（全球）



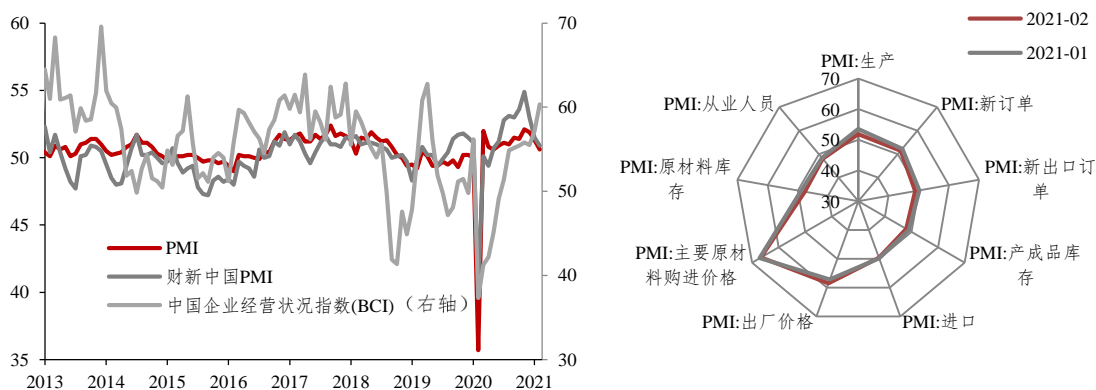
数据来源：Wind，工银资管（全球）



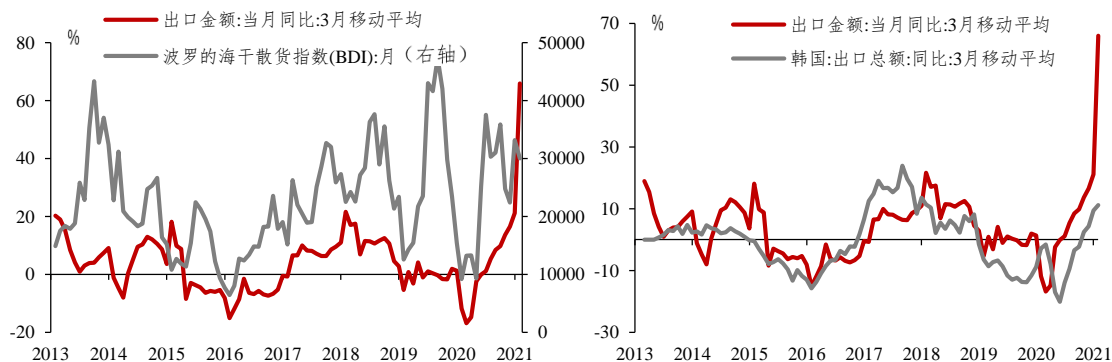
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 出口韧性继续支撑中国经济复苏, 但经济边际修复速度放缓

中国2月中采制造业PMI为50.6, 财新PMI为50.9, 已连续三个月出现下滑。未来随着信用扩张回归正常化, 经济边际修复速度也将逐步放缓。但鉴于中国既受到欧美需求恢复的驱动, 又能承接部分从新兴市场国家转过来订单, 出口韧性仍然很强。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

二、大类资产展望

2.1 美债利率：疫苗接种加快叠加财政刺激，经济复苏脉冲动能较强，收益率曲线将继续“熊陡”

2.1.1 在 10 年美债收益率突破 2% 前，美联储进行 OT 或 YCC 的概率并不高

美联储将在近期公布 3 月利率决议，预计将维持货币政策不变。鉴于联储已经采用“平均通胀目标制”并将平均核心 PCE 目标设置为 2%，因此，在 10 年国债收益率超过 2% 之前，美联储进行扭转操作 (OT) 或收益率曲线控制 (YCC) 的概率并不高。

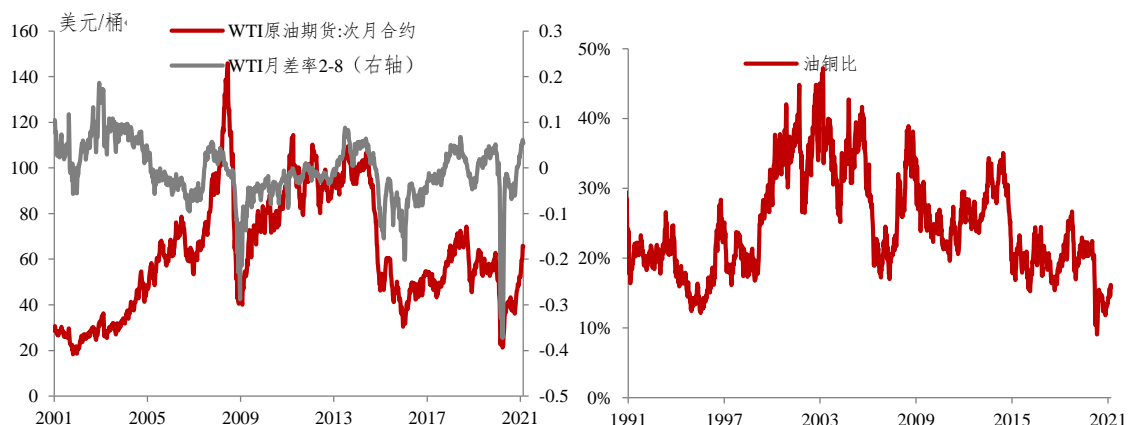


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

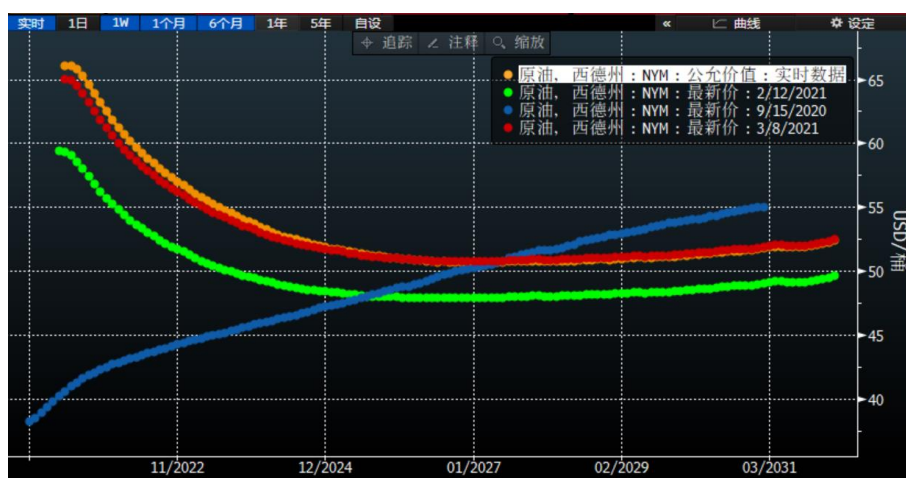
2.1.2 低基数效应下，原油等大宗商品同比涨价将驱动美国 CPI 和中国 PPI 继续上行

当前全球经济仍处于修复阶段，且纾困支票及疫苗接种加快都将持续推升通胀预期，大宗商品需求端的驱动仍然向上。从油铜比及当前宏观场景看，预计对通胀影响更大的原油相比于铜将表现更优。当前原油

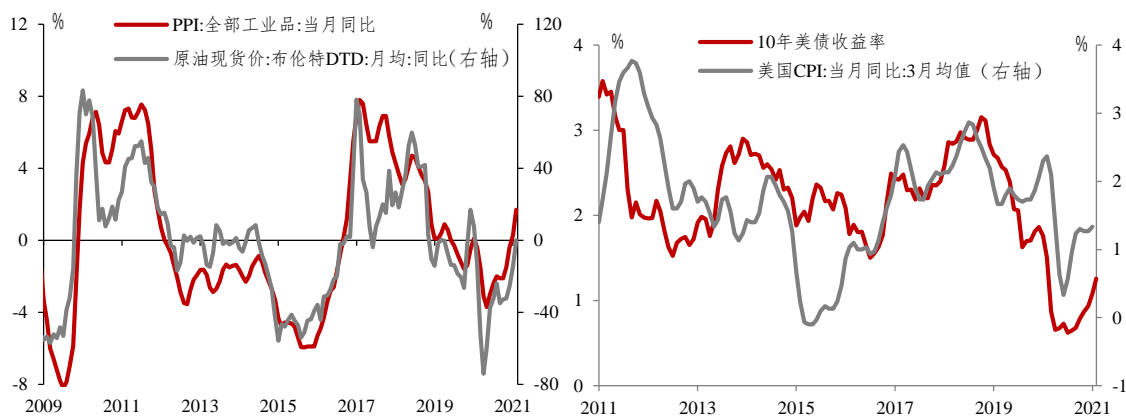
价格的估值已处于较高水平，但驱动力整体向上，且原油期货处于 Backwardation 结构，显示原油已不再供过于求。因此，虽然油价已经有了不小的涨幅，但目前仍不宜看空。此外，在未来几个月，只要大宗商品价格未出现明显下跌，在低基数的作用下，原油等大宗商品价格同比涨价也将驱动美国 CPI 和中国 PPI 继续上行。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



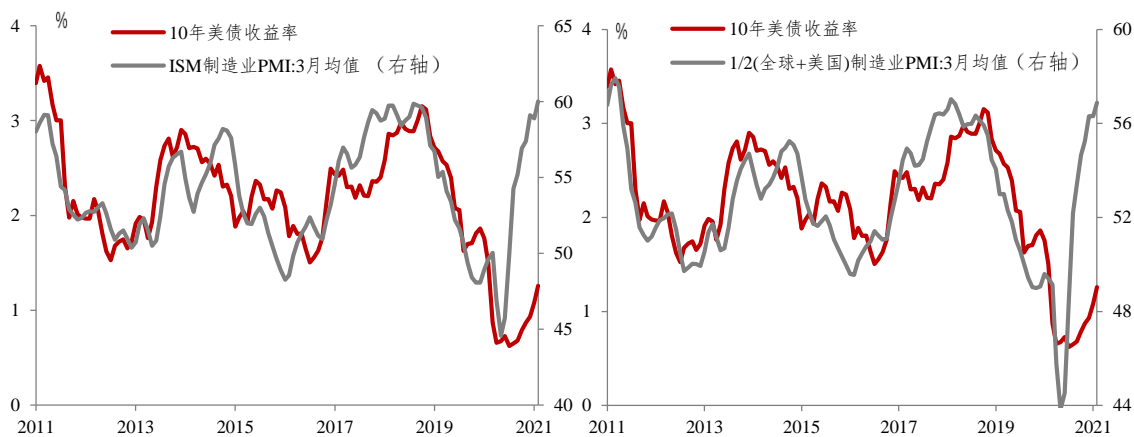
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.1.3 疫苗接种加快叠加财政刺激，美国和全球经济基本面预期支撑美债收益率

正如前面所述，疫苗接种加快叠加财政刺激，美国和全球经济基本面仍然向好，这也支撑了美债利率上行及收益率曲线陡峭化。

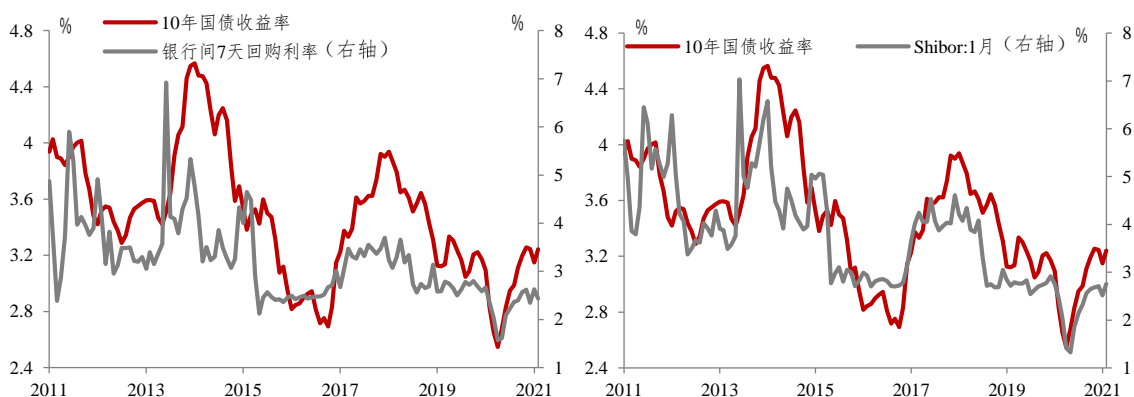


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

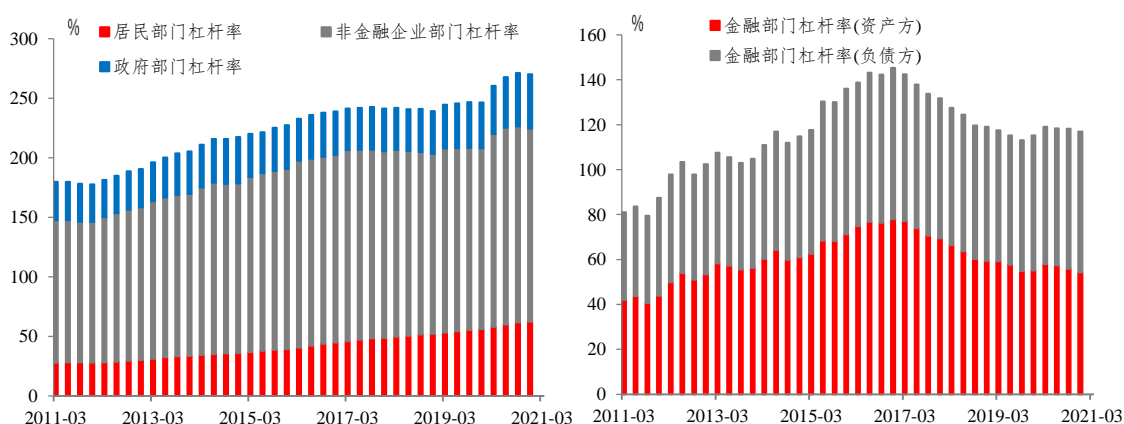
2.2 国内利率：多空力量持续交织，当前利率债仍缺乏明确主线，在主交易逻辑出现前将维持震荡

2.2.1 宏观杠杆率处于高位，政策面在中长期回归稳杠杆，制约国内利率下行空间

在疫情影响下，去年政策面对国内宏观杠杆率的上升保持了容忍态度，但在当前经济复苏的背景下，稳杠杆将继续成为今年的政策重点。因此，在经历了两年的宽信用之后，国内信贷和政府债券总量政策将逐步调低，这将促使国内信用扩张正常化。政策面在中长期回归稳杠杆也制约了国内利率的下行空间。



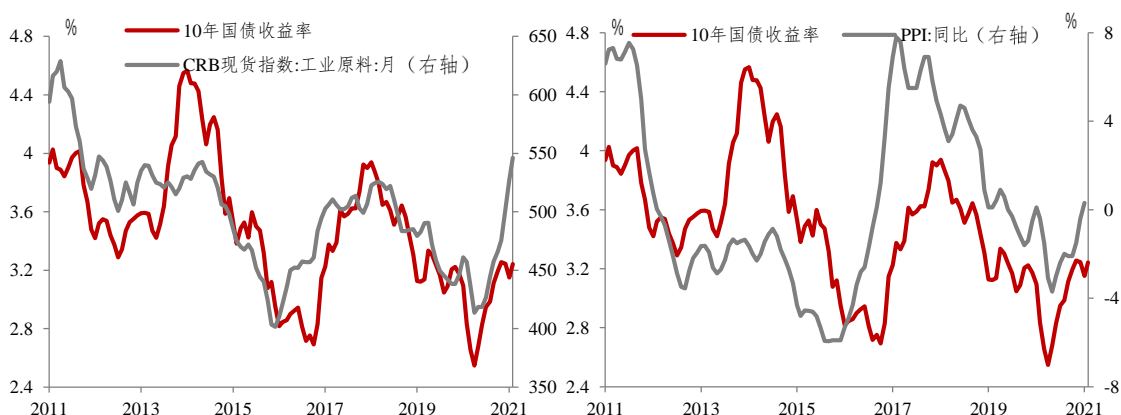
数据来源：Wind，工银资管（全球）



数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.2.2 大宗商品在低基数作用下同比涨价驱动 PPI 上行，也对国内利率形成支撑

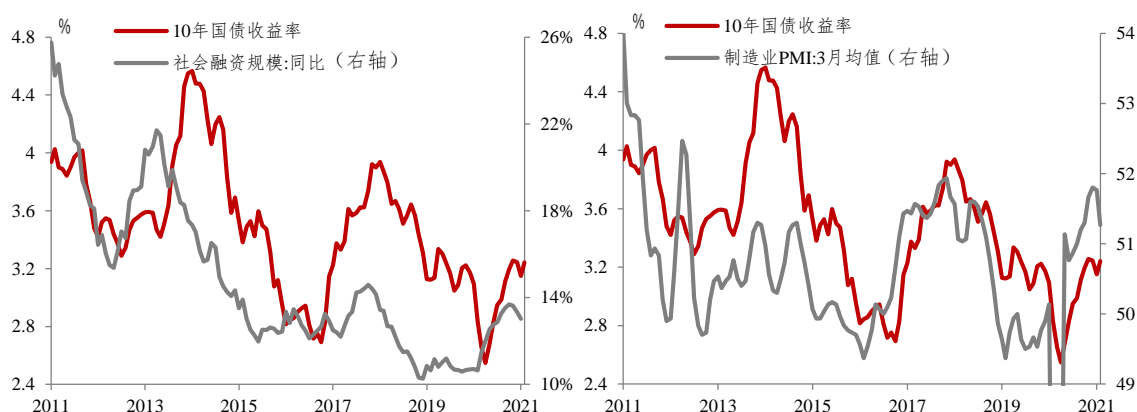
如前所述，疫苗接种加快叠加经济复苏，工业品价格的上涨短期无法证伪，且在低基数的作用下，大宗商品同比涨价成为海外通胀向国内传导的主要渠道，这将驱动 PPI 上行并对国内利率形成支撑。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.2.3 信用扩张及经济基本面修复放缓对国内利率产生压制

中国 2 月社融存量同比超市场预期，一方面是由于经济持续复苏，融资需求依然不弱，拉动表外融资和人民币贷款，另一方面也是由于去年同期受疫情的影响基数较低。而去年 3 月至 5 月是政策驱动力最强的时段，彼时社融增速大幅抬升，因此，在去年高基数的作用下，未来三个月的社融增速或将加速下滑。此外，随着信用扩张回归正常化，经济边际修复速度也将逐步放缓，衡量制造业景气度的 PMI 等指标继续上行的动力将减弱。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

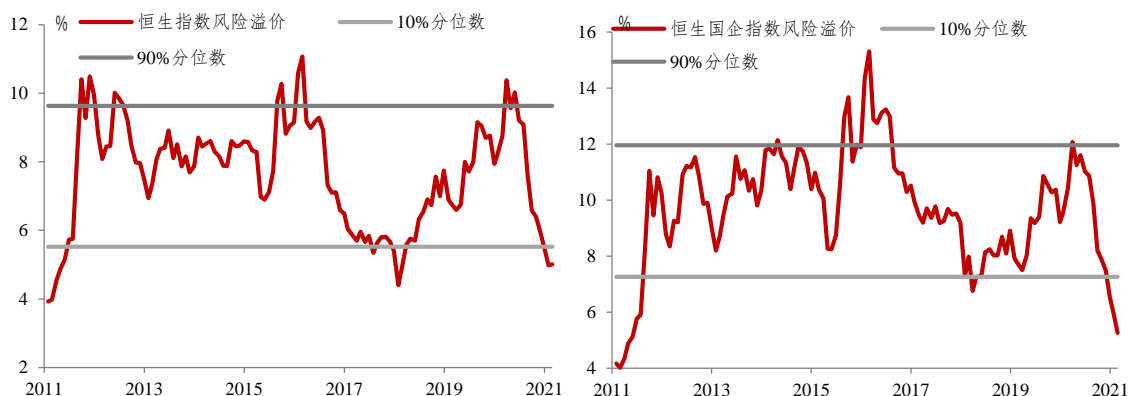
2.3 大中华股市：经利率调整后的估值仍处于较高区域，基本面驱动边际减弱，盈利扩张将推动“顺周期+低估值”占优格局延续

2.3.1 经济基本面驱动边际减弱，利率调整后的 A/H 股市估值有待盈利增长消化，中期估值提升空间有限

去年，在包就业和保增长的政策背景下，“宽信用+宽货币”的宏观场景推动 A/H 股市的估值大幅上行，尤其是部分白马股估值已经处于极高区域。而随着经济复苏趋势得以确认，政策面也逐步回归中性，核心诉求从保增长切换至金融防风险和稳杠杆，未来国内的宏观场景也将逐步进入信用和货币正常化阶段。

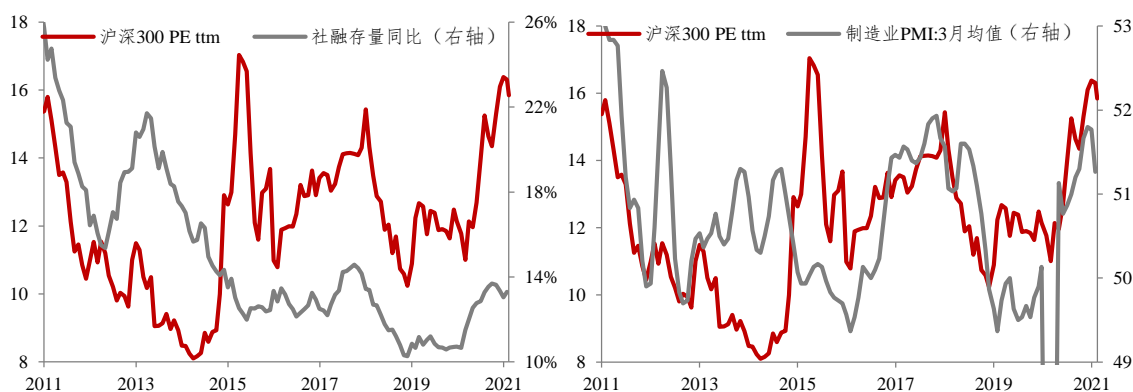


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

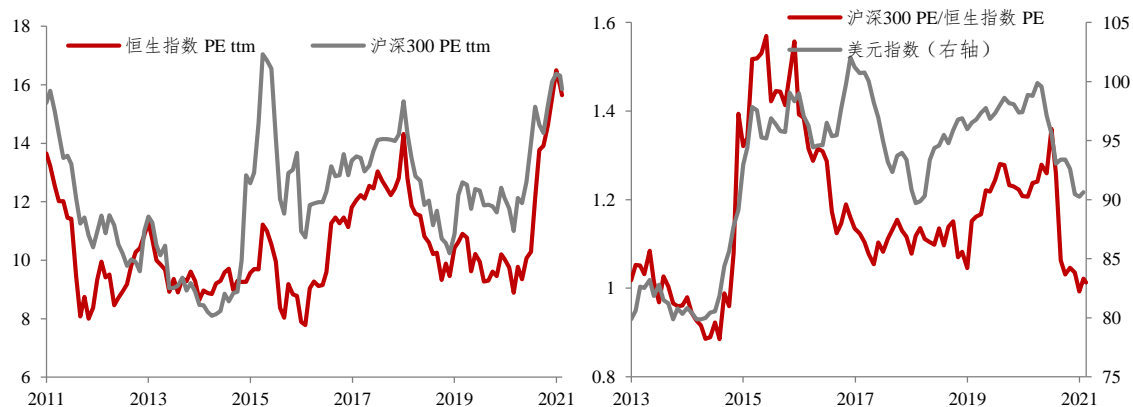


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

从当前的宏观场景看,在稳杠杆的背景下,信用扩张将回归正常化,经济复苏节奏边际放缓,再考虑到美债中枢继续抬升的趋势仍在,A/H股市的估值整体提升空间有限。



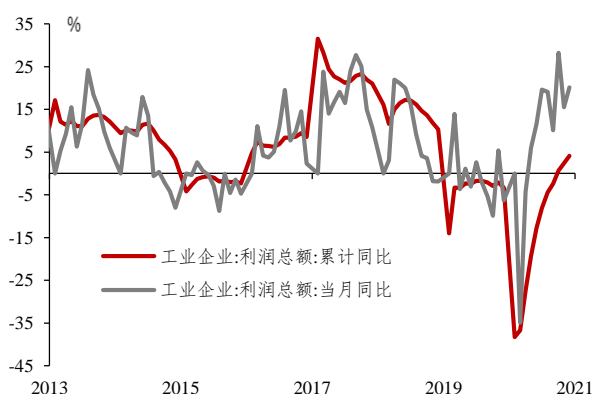
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

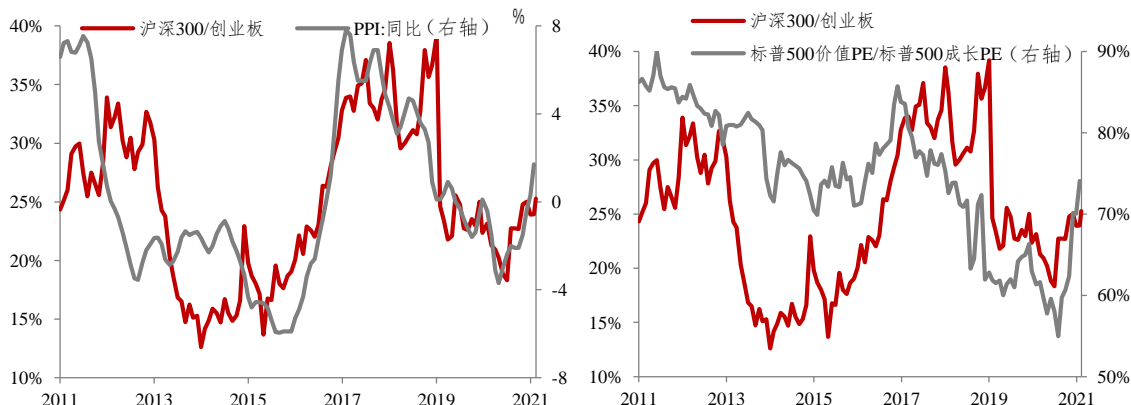
2.3.2 盈利增长仍是核心驱动，PPI 持续上行叠加全球股市风格轮动共振，或将推动“低估值+顺周期”占优格局延续

盈利方面，受原油价格支撑，2月PPI大幅抬升。此外，由于2020年一季度工业企业利润累计同比下滑近35%，上半年累计同比下滑12.8%。在低基数的影响下，2021年上半年的工业企业利润势必将出现强势修复，尤其是受出口链拉动且中国具有比较优势的行业。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

鉴于估值已处于顶部区域而盈利仍有支撑，估值与盈利的拉锯可能会继续推动中港股市结构性分化，上游资源品价格持续上涨也将推动风格转换，“低估值+顺周期”占优格局可能延续，景气度趋势持续向上的行业将更具吸引力。此外，包括美股在内的全球股票市场风格转换共振也将对驱动A/H股市风格从成长转向价值。



数据来源：Wind，Bloomberg，工银资管（全球）

三、基金经理观点

3.1 股票基金经理：平衡配置，个别成长股价值开始凸显

- ◇ 新兴市场经济数据持续向好，经济状况持续改善，中国方面，短期投资者趋于谨慎，但不影响长期向好趋势；
- ◇ 疫情及经济恢复的不确定性仍然会给发达市场带来较大波动；
- ◇ 板块配置方面，全球经济复苏背景下，顺周期板块预计仍会在未来一个季度维持强势；而经过近期调整的成长股估值受到较大压缩，部分板块的长期价值凸显，个别个股的估值已经回落到 2019 年年末疫情发生前的水平，建议逐步配置。从中长期来看，仍然更加看好有较强核心竞争力、稳定增长的行业和个股。

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	2.35	6.68	13.26	1.90
标普 500	2.76	5.62	9.73	1.71
道琼斯工业	3.43	4.87	9.85	1.41
欧洲 STOXX 50	4.57	4.48	11.75	2.65
日本 225	4.75	9.77	26.20	5.59
MSCI 新兴市场	0.77	11.57	22.45	3.78
MSCI 新兴亚洲	0.93	12.83	23.91	5.20
MSCI 亚太除日本	1.39	12.00	22.33	4.87
MSCI 香港	4.75	12.28	17.05	6.83
MSCI 中国	-0.99	9.27	15.04	6.30

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 28/2/2021

月初随着各国加快推进新冠疫苗接种计划，疫情趋缓，强化投资者对全球经济复苏预期，令全球主要股市走高；月末美国国债利率创新高，投资者对流动性收紧的担忧加剧，美股大跌，全球市场风险偏好下行，各主要市场出现较大回调。经济数据方面，新兴市场大多正向。

中国方面，央行 2 月维持一年期和五年期贷款市场报价 LPR 分别为 3.85% 和 4.65% 不变，为连续第十个月保持不变，符合预期，这呼应了人行近期连续释放的货币政策维稳讯号。香港财政司司长陈茂波于立法会宣读《财政预算案》拟港股交易印花税由 0.1% 提高至 0.13%，但 0.13% 的股票交易印花税税率的正式实施，仍需随财政预算案等待立法会表决通过、行政长官签署以及送交中央人民政府备案等环节。港股整体估值较低，本应该表现较好，但提高印花税政策给市场额外的压力，A 股也有较大的下跌，一是，中美利差缩小，海外资金流入减少；二是，部分板块估值已经严重偏高，受市场风格调整的影响巨大。在美联储出台更为积极货币政策之前，全球市场可能还会保持目前的下行趋势，高估值的成长股也会承受更大的压力，在牛市的后期，市场波动会明显增加，部分高估值板块会面临更大的调整。但经过前期回调，建议再次关注长期有持续增长的行业，其中部分股份已经价值凸显，是中长期配置的良机。

海外方面，最新美联储会议纪要整体基调鸽派，并未提及缩减购债，官员们指出当前美国经济状况与美联储的长期目标相距甚远，在实现目标之前，需要保持宽松政策。虽然美联储重申其宽松的货币政策，不认为会出现大的产能缺口，但发达国家的利率仍加速上行，并伴随着通胀预期持续上升。如美股持续下跌，预计美联储会有更为积极的货币政策，譬如直接买入利率大幅上升的美元国债等。因为美股市场有巨大的财富效应，美股持续大跌使得美联储将无法提振经济。因此我们认为美股和美债利率不会对全球股票市场造成灾难性的影响。欧洲方面，最新企业财报优于预期，惟经济复苏步伐仍较缓慢。欧元区 2 月消费者信心指数终值为下降 14.8%，稍好于预期，欧元区 2 月经济景气指数上升至 93.4，高于预期。但欧洲整体疫情控制仍然缓慢，同时缺乏长期经济增长动力，股票市场吸引力弱于美国和新兴市场。

3.2 固收基金经理：投资级板块中性偏弱，高收益板块信用分化加剧

- ◇ 年初至今美债收益率持续抬升，推动因素由经济复苏的通胀预期转为实际利率提升；
- ◇ 目前美债收益率仍然易上难下，我们认为投资级债券的表现将持续受到打压，价格波动会有所增加；
- ◇ 在稳杠杆和信用紧缩的环境下，高收益企业的信用分化将进一步加剧，高资质标的信用利差预计继续维持在低位，而流动性压力较大的低资质企业后续融资存在较大不确定性。

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债 (bps)	16.72	-13.11	-1.49	6.43
5 年期美国国债 (bps)	73.94	102.46	173.05	102.48
10 年期美国国债 (bps)	31.89	67.45	99.48	53.71
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (%)	-7.03	-4.70	-10.38	0.21
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-0.79	-0.16	0.53	-0.79
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-1.17	-0.96	-0.06	-1.21
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	0.46	2.58	2.55	0.61
JACI 亚洲美元债信用利差 (%)	-3.15	-8.59	-12.40	-5.26
JACI 亚洲投资级信用利差 (%)	-6.47	-12.58	-16.69	-10.15
JACI 亚洲高收益级信用利差 (%)	-3.19	-11.60	-13.11	-2.67

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 28/2/2021

2021 年 2 月，摩根大通亚洲美元债指数回撤 0.79%，为该指数自 2020 年 3 月以来的最差单月回报。指数回撤的主要诱因因为美国国债收益率的快速上行，而非信用利差的走宽，这亦解释了指数内不同评级的分化表现——投资级板块回报为-1.17%，高收益板块则贡献 0.46%的正回报。令人欣慰的是，投资级板块的负回报主要由新兴市场主权债导致，其中印尼下跌 3.83%，菲律宾下跌 4.09%，而投资级企业板块回撤仅为

0.52%。从区域的角度来看，中资美元债表现优于指数整体水平，全月回撤仅为 0.21%。

基准利率方面，年初至今美债收益率持续抬升，十年期美债收益率由 0.9% 快速上行至 1.4%，且盘中一度触及 1.61% 的水平，突破一年高位。全球经济复苏及通胀预期升温，叠加供给担忧，是推动美债长端利率抬升的主要原因。一方面，“民主党横扫”的选举结果推升了 1.9 万亿美元新一轮财政刺激方案的落地可能性，叠加持续改善的欧美疫情情况及有序的疫苗接种，市场对后续经济复苏及通胀预期持续升温，继而推动利率抬升。另一方面，在大规模财政刺激即将出台的背景下，市场对美债供给担忧有所升温，从而推升美债利率。从对美债名义利率变动的拆解来看，2020 年 12 月及 2021 年 1 月的推升诱因主要来自通胀预期，而 2 月以来则转变为实际利率的抬升。

中资美元债券市场方面，iBoxx 中资美元债指数 2 月回撤 0.23%，投资级及高收益回报率分别为 -0.4% 及 0.2%。2 月初投资级表现优于高收益，但随着美债收益率的快速上行，投资级回报开始回调。高收益板块中，地产板块自 1 月华夏幸福事件后出现反弹，全月录得 0.15% 的正回报；但我们亦看到信用分化的持续加剧，其中 BB 大档收益率下行 24bps，B 大档收益率则走扩 22bps。

展望后市，虽然近期美债期货持仓等数据反映市场对美债利率继续上行的预期正在转向谨慎，但我们认为短期美债利率易上难下，原因有二——一方面，当前推升美债利率的诸多因素短期内难见逆转，包括市场对经济复苏的乐观预期、通胀压力的抬升、美债供给的担忧等；另一方面，目前市场并未将美联储货币政策调整前置风险纳入估值考量，而该预期差可能导致美债利率出现超预期的上行风险；虽然当前美联储货币政策仍以宽松为基调，年内美联储不会加息为市场共识，但需警惕美联储会否打破“表态”提前启动加息及削减 QE 规模。基于上述对美债利率的预期，我们认为投资级债券的表现将遭到持续打压。高收益债券部分，我们认为信用债违约高低受经济周期、融资周期及信用债到期

周期三大周期影响。经济周期方面，在房地产调控政策持续收紧的环境下，地产销售仍保持了较高热度——克而瑞百强房企 2 月销售额录得 164% 的同比增长，剔除 2020 年春节及疫情影响因素后，全月销售额仍较 2019 年同期水平看到 64% 的增长；另外，自全国 22 城将实施“两集中”三批次供地的消息发布后，核心城市土地市场热度明显降温，虽然该政策的落地将有助于降低土拍溢价率并提升项目利润率，但我们认为中小房企的发展赛道将加剧收窄，应警惕规模较小、土地储备质量较弱的地产开发企业。融资周期方面，自 2020 年 8 月以来，房地产境内债券净融资额持续为负；虽然金稳委会后信用债市场恐慌情绪有所缓解，市场整体融资功能逐步恢复，但华夏幸福事件的传导效应仍未看到消除迹象，部分机构亦开始排查并规避具备类似特征的风险个券，整体来说投资人对地产板块的风险偏好尚未回升。到期周期方面，3-4 月信用债市场到期回售总规模逼近 2.5 万亿元，约占全年到期回售规模的 27%，其中地产板块到期规模 1473 亿元，回售规模 845 亿元，总规模 2318 亿元占存量地产债比例为 13%；考虑到目前境内地产债券的再融资环境，我们认为应规避集中兑付压力较大的企业，并持续关注境内地产债券的发行情况，跟踪投资人的风险偏好变化。结合上述三大周期，我们认为中资地产美元债券的信用分化将进一步加剧，对于信用风险可控的中高资质房企，利差将有望维持在低位水平，且 2020 年年报披露后“踩线”减少房企的利差有望看到收缩；对于“踩线”较多、流动性压力较大的低资质房企，后续美元债融资或存在不确定性，相关债券亦难以看到主力买盘进场，因此我们将保持规避态度。

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。