

全球资产展望-2021年5月

以通胀为线索 配置提升“反脆弱性”

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于经济全面复苏、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，在权益配置上偏重工业、原材料、能源、清洁能源等板块，逐步减仓之前涨幅较大的中小盘，在A/H股方面继续偏重低估值、顺周期和商品市场，看空美国国债。上月实际在疫苗接种率提高、经济持续复苏、通胀风险提升以及商品供需错位的影响下，资产表现分化加大，商品上涨明显，全球股票整体上涨但结构分化，周期股以及低估值的价值股占优，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。
- 本月继续在战略配置中维持风险资产较高的配置比例。美国疫苗覆盖率大幅提升，经济基本面仍处于全面复苏阶段，制造业维持在复苏通道，供给缺口导致的结构性通胀和需求不足同时显现，但预计劳动力缺口仍会逐步修复，需求不足是暂时的，而通胀是否为暂时现象则存疑。美联储当前更关注就业，在就业市场未得到明显改善的情况下，暂时还难以开展购债缩减操作，这意味着宽松不止、供给侧通胀持续，股市的真正调整还未到来，仍可保持风险资产的配置方向。
- 本月基于疫苗接种率大幅提高、经济全面复苏、通胀风险上行等方面的考虑，战术配置上加大美国国债期货的尾部风险对冲，主动减少部分涨幅过大的商品，防止美债利率飙升导致的商品和股市回调。在权益配置结构上，继续偏重中国、新兴市场、价值、工业、能源、银行等板块，配置原油等商品以及澳元。A/H股方面，尽管中国信贷脉冲已经明显下行，但经济增长动能及海外需求还在，经济不会出现明显下滑，继续看好受盈利驱动的股票，并继续看好具有防御性价值红利股以及受利率驱动的银行板块，

回避估值过高标的，以防海外通胀上行所导致的美债利率上行的尾部风险，并开始逐步布局已跌出价值的部分成长白马。

资产类别	资产配置观点	
	1-6月 (上月)	1-2年 (上月)
风险资产		↑ (↑)
美国股票	▬ (▬)	↑ (↑)
——白马	▬ (▬)	
——成长	↓ (↓)	
——顺周期	▬ (↑)	
——红利价值	↑ (▬)	
——中小盘	↓ (▬)	
欧洲股票	↑ (↑)	↑ (↑)
新兴市场股票	↑ (↑)	↑ (↑)
大中华股票	▬ (▬)	↑ (↑)
——白马	▬ (▬)	
——成长	▬ (↓)	
——顺周期	▬ (↑)	
——红利价值	↑ (▬)	
——中小盘	↓ (▬)	
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

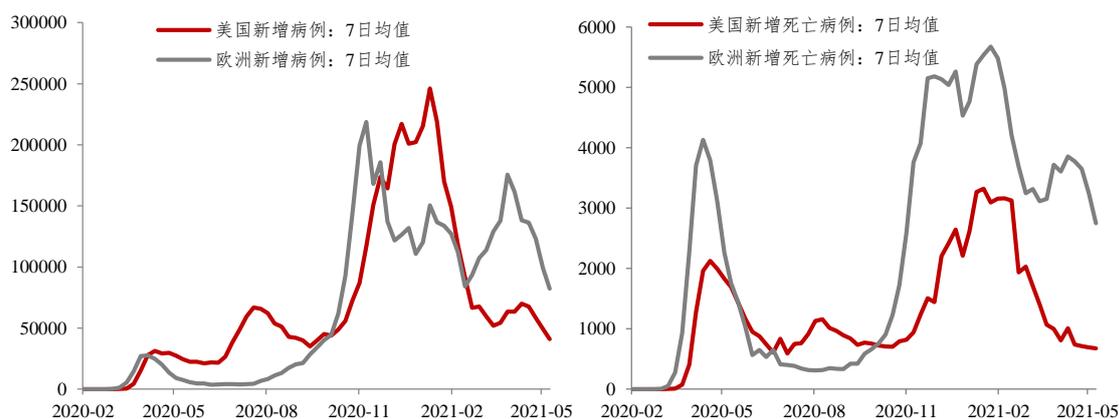
一、全球经济周期.....	3
1.1 疫苗及财政刺激继续助力发达国家经济复苏	3
1.1.1 疫苗接种率显著提升，美、欧疫情持续好转	3
1.1.2 失业补贴加剧美国劳动力市场供给缺口，将进一步推升通胀和服务业修复.....	4
1.1.3 疫苗分配不均导致全球产业链的消费国、生产国及资源国的复苏节奏存在显著差异，叠加“碳中和”供给约束，进一步推升全球通胀压力.....	5
1.1.4 美国零售偏弱，但发达国家仍在兑现制造业继续修复的预期.....	6
1.2 中国信用扩张继续回归正常化，经济仍在走向全面复苏，但修复速度放缓 ...	7
1.2.1 在高基数和“稳杠杆”的背景下，信用持续收缩.....	7
1.2.2 出口韧性继续支撑中国经济走向全面复苏，但经济边际修复速度放缓.....	8
1.2.3 中国通胀风险弱于美国，PPI 或将在未来三个月见顶，但在 PPI 和海外通胀的驱动下 CPI 上升趋势仍将延续	9
二、大类资产展望.....	10
2.1 美债利率：疫苗接种加快叠加财政刺激，经济复苏动能较强，长端利率将继续维持向上格局.....	10
2.1.1 通胀压力明显提升，但美联储或更关注就业，购债缩减暂不会发生.....	10
2.1.2 疫苗接种加快叠加财政刺激，美国和全球经济基本面支撑收益率曲线陡峭化... ..	11
2.2 国内利率：多空力量持续交织，国内通胀风险弱于海外，资金面宽松下交易性机会仍存.....	12
2.2.1 宏观杠杆率处于高位，政策面回归稳杠杆，国内利率不具备大幅下行的基础... ..	12
2.2.2 制造业 PMI 已证伪经济快速下滑，复苏边际放缓但基本面仍维持较强韧性	13
2.2.3 “上游通胀、中游受挤压、下游需求复苏不平衡”格局下，货币政策维持中性	13
2.3 大中华股市：中期估值提升空间有限，盈利驱动仍是核心，以风险为导向提升组合的“反脆弱性”	14
2.3.1 估值提升空间有限，盈利增长仍是核心驱动，PPI 短期上行趋势仍在叠加海外通胀风险，继续看好具备防御性的低估值红利股，并逐步布局已跌出价值的成长白马....	14
三、基金经理观点.....	17
3.1 股票基金经理：周期板块基本面势头短期仍会持续，部分成长股价值开始凸显	17
3.2 固收基金经理：配置中短久期，投资级板块预期中性偏弱，高收益板块信用分化加剧.....	20

一、全球经济周期

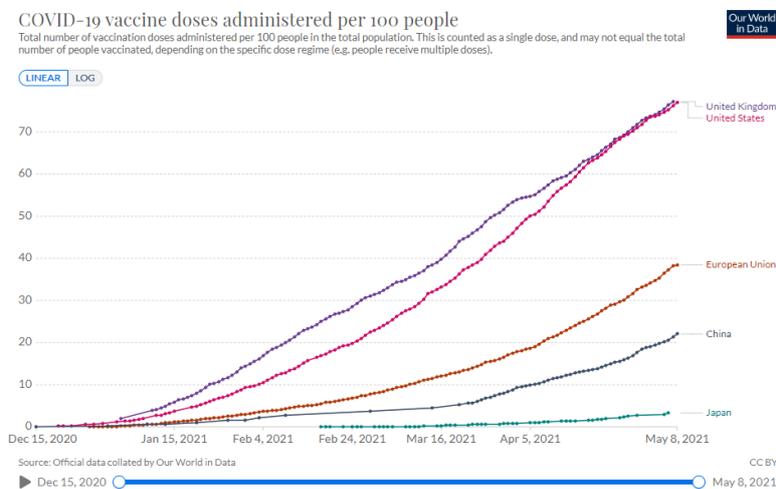
1.1 疫苗及财政刺激继续助力发达国家经济复苏

1.1.1 疫苗接种率显著提升，美、欧疫情持续好转

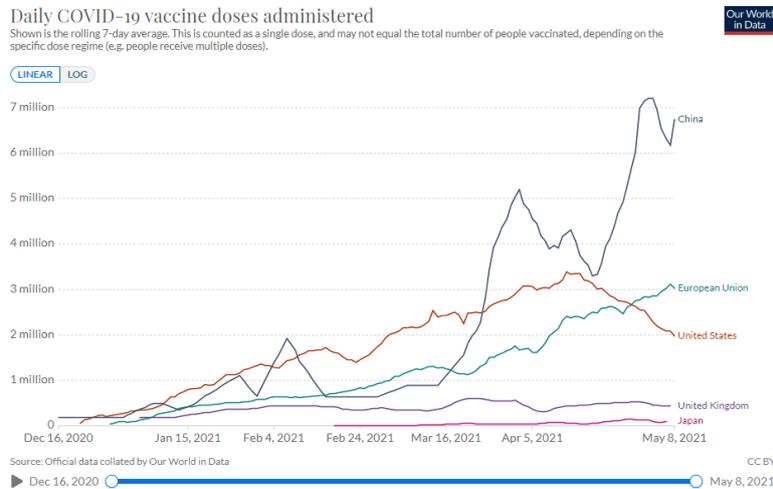
近期，美、欧等发达国家疫情均处于持续好转中，新增确诊人数和新增死亡病例数都出现明显下降。主要经济体的疫苗接种率也处于稳健上升中，美国和英国的接种率已达近 80 剂/百人，其中已有 1/3 的美国人完成两针新冠疫苗的接种。当前，欧盟和中国的接种率还相对较低，但都处于接种加速中，中国的接种速度已超 6 百万剂/日，欧盟为 3 百万剂/日。疫苗接种速度加快以及疫苗接种率提高也将继续推动全球贸易和服务业继续复苏。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



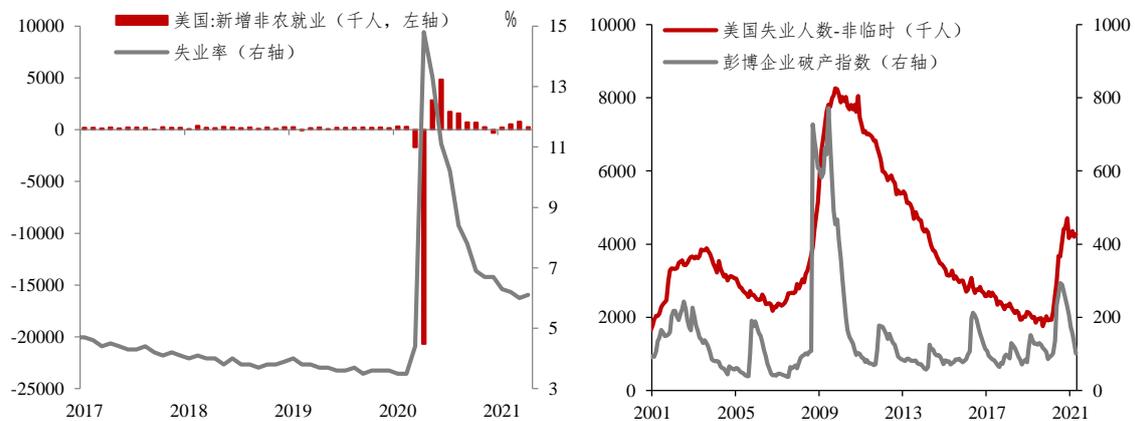
数据来源: Our World in Data, 工银资管 (全球)



数据来源: Our World in Data, 工银资管 (全球)

1.1.2 失业补贴加剧美国劳动力市场供给缺口，将进一步推升通胀和服务业修复

美国 4 月新增非农就业 26.6 万人，远低于市场预期的 100 万，失业率不降反升至 6.1%，但薪资提升明显，小时工资环比上升 0.7%，显示企业用工需求旺盛，劳动力市场的疲软主要源于供给因素而非需求不足。此外，慷慨的就业补助也降低了低收入、低学历劳动者重返就业市场的意愿。不过，受疫苗接种速度加快以及疫情持续好转的影响，服务业修复加快将继续推动美国的就业市场修复，4 月休闲及酒店行业的就业新增 33.1 万，已连续 3 个月超 20 万增长。

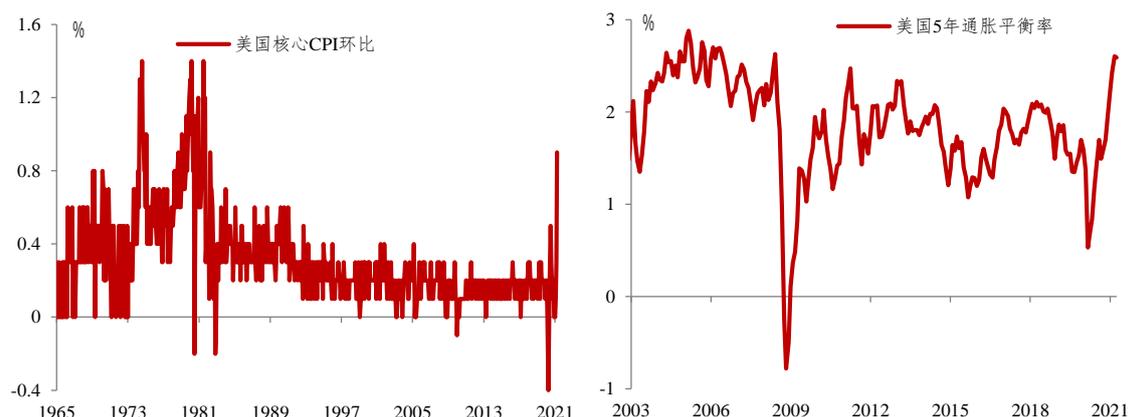


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

中期来看, 劳动力市场的供给缺口可能令美国的新增就业人数和薪资共同上升, 并同步推动经济复苏和通胀。

1.1.3 疫苗分配不均导致全球产业链的消费国、生产国及资源国的复苏节奏存在显著差异, 叠加“碳中和”供给约束, 进一步推升全球通胀压力

美国近期出炉的通胀数据也在一定程度上验证了就业市场供给矛盾上升推动薪资提升, 进而推动通胀的逻辑。美国核心 CPI 环比增 0.9%, 创近 40 年最高水平, 通胀预期也升至 08 年 6 月以来的最高水平。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

除美国的高额补贴扭曲了就业市场而导致薪资和通胀预期进一步提升之外, 在疫苗分配不均的影响下, 全球产业链的消费国 (美国及欧洲)、生产国 (亚洲) 以及资源国 (拉美及非洲) 的复苏节奏存在显著差异, 又叠加“碳中和”背景下所导致的供给约束的作用, 都进一步推升了全球通胀的压力。

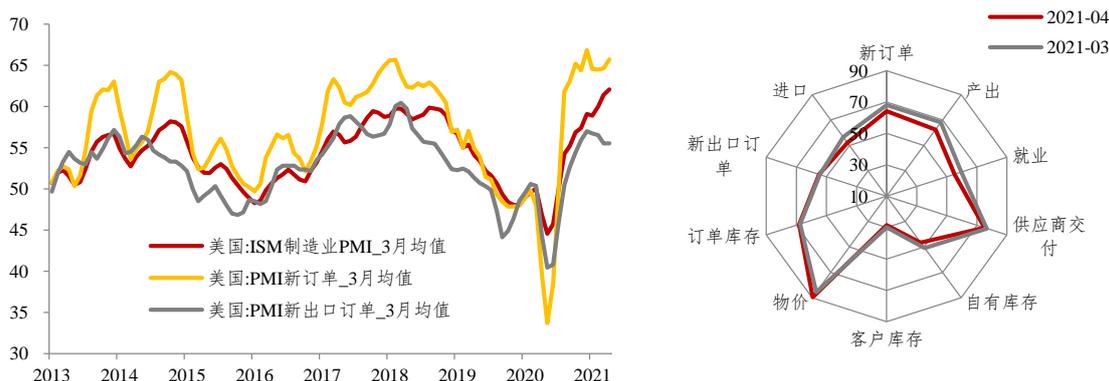
1.1.4 美国零售偏弱，但发达国家仍在兑现制造业继续修复的预期

美国 4 月零售销售环比仅增 0.02%，大幅低于预期，消费者信心指数也意外下降，显示在补贴发放过后，美国的消费复苏动力仍需要密切观察。



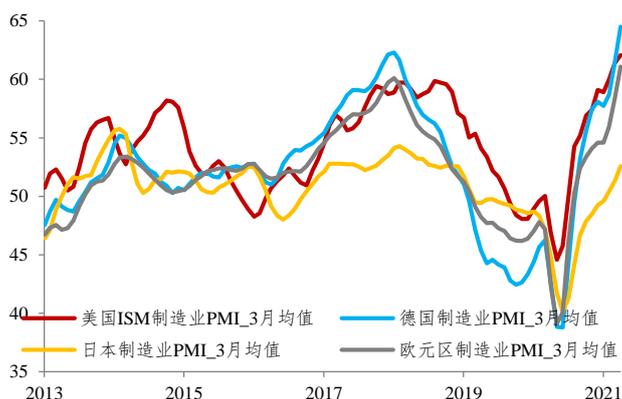
数据来源：Wind，工银资管（全球）

美国 4 月的 ISM 制造业 PMI 为 60.7，明显低于市场预期和前值，但从 3 月均值来看，美国制造业 PMI 仍处于上升趋势中。PMI 分项方面，新订单、产出和就业三项都有所下降，显示美国内需修复推动制造业反弹的力度在边际放缓。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

欧元区、德国和日本的制造业继续保持强劲复苏态势，欧元区和德国的制造业 PMI 均创历史新高，日本的制造业 PMI 也创近 3 年新高。

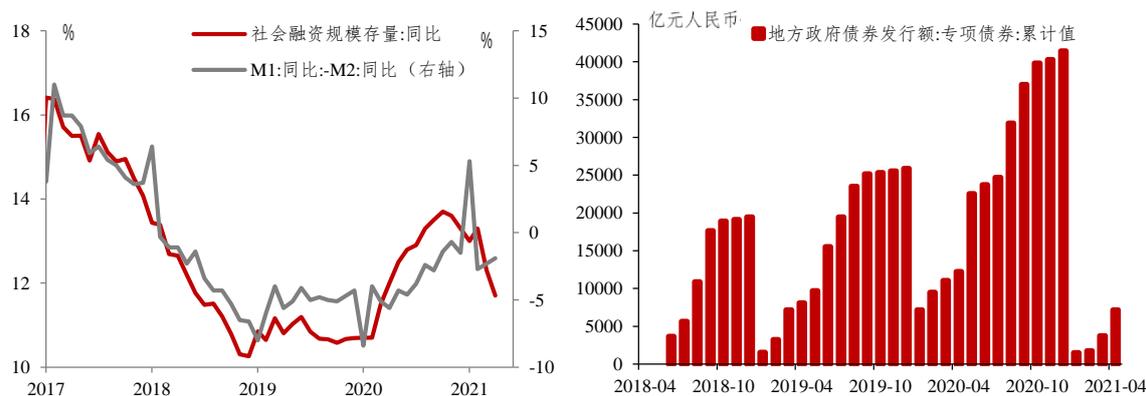


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 中国信用扩张继续回归正常化，经济仍在走向全面复苏，但修复速度放缓

1.2.1 在高基数和“稳杠杆”的背景下，信用持续收缩

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，今年同期的社融同比增速势必在高基数的影响下趋于回落。此外，在经济稳步复苏、宏观杠杆率处于较高水平的背景下，“稳杠杆”成为今年货币政策的主要目标之一，这都对社融增速形成了压制。因此，当前信用扩张回归正常化趋势不变。亿元人民币



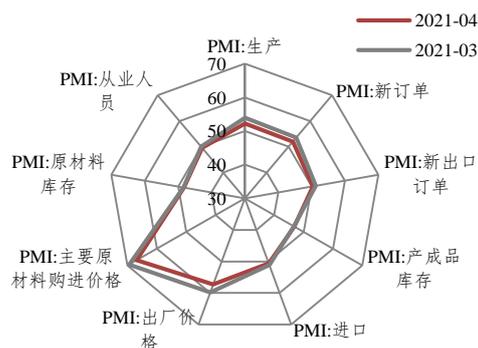
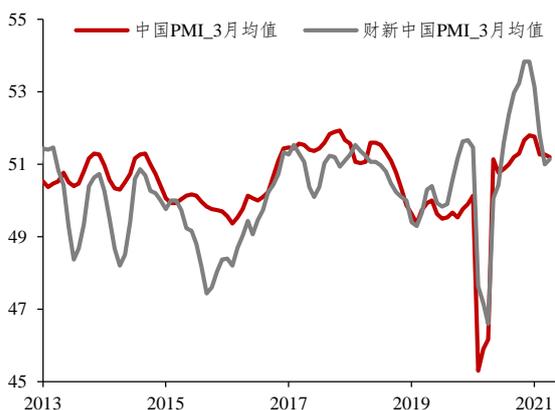
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



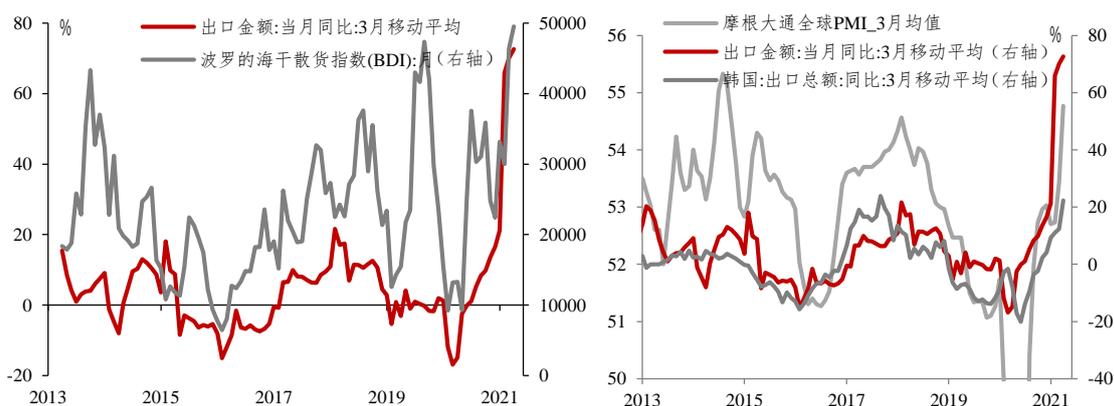
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 出口韧性继续支撑中国经济走向全面复苏, 但经济边际修复速度放缓

中国4月中采制造业PMI为51.1, 财新PMI为51.9。从趋势和分项来看, 中国的制造业仍在持续走向全面复苏, 但经济的修复速度边际放缓。出口方面, 鉴于中国既受到欧美需求强劲复苏的支撑, 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, 这也将继续对中国经济形成有力支撑。



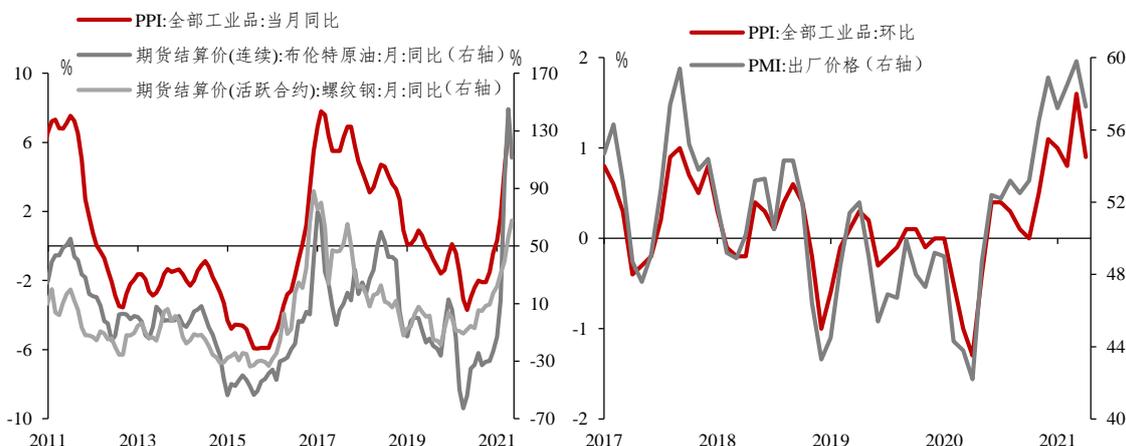
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.3 中国通胀风险弱于美国, PPI 或将在未来三个月见顶, 但在 PPI 和海外通胀的驱动下 CPI 上升趋势仍将延续

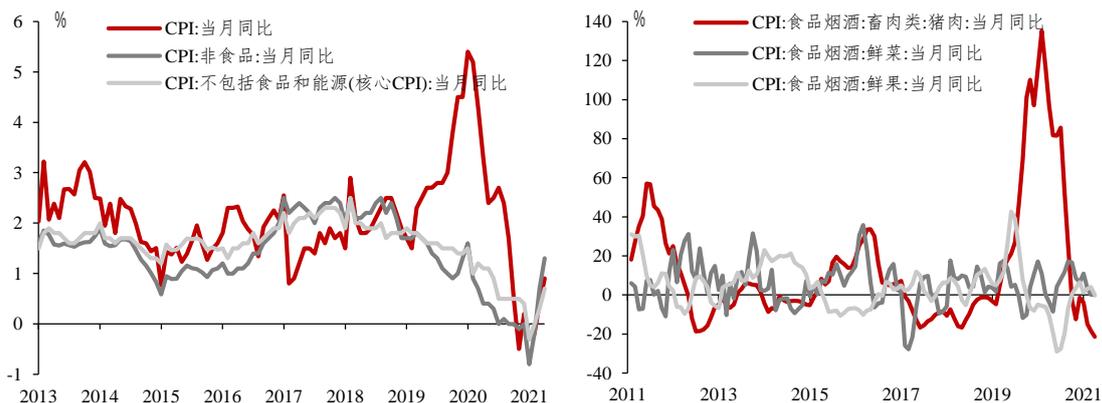
如前所述, 疫苗接种加快叠加经济复苏, 工业品价格的上涨短期无法证伪, 但在基数效应下, 大宗商品同比涨价幅度将逐步放缓。根据我们的测算, 国内 PPI 大概率在未来三个月逐步见顶, 但在 PPI 和海外通胀的驱动下, 国内 CPI 上升趋势仍将延续。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

就国内通胀而言, 由于中国货币政策退出时间较早, 且生产端恢复显著好于发达国家, 在“国常会”提出“应对大宗商品价格过快上涨”后, “碳中和”背景下的供给限制大概率也将有所好转。

因此，虽然 CPI 仍在持续上行，但当前通胀水平并不高，在猪肉、鲜菜、鲜果的拖累下，同比增速也仅为 0.9%，即使扣去食品项，不论是非食品 CPI 还是核心 CPI，都分别仅有 1.3% 和 0.7%。因此，“扣去猪肉全是通胀”的观点显然是站不住脚的，通胀水平尚不至于对货币政策构成制约。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

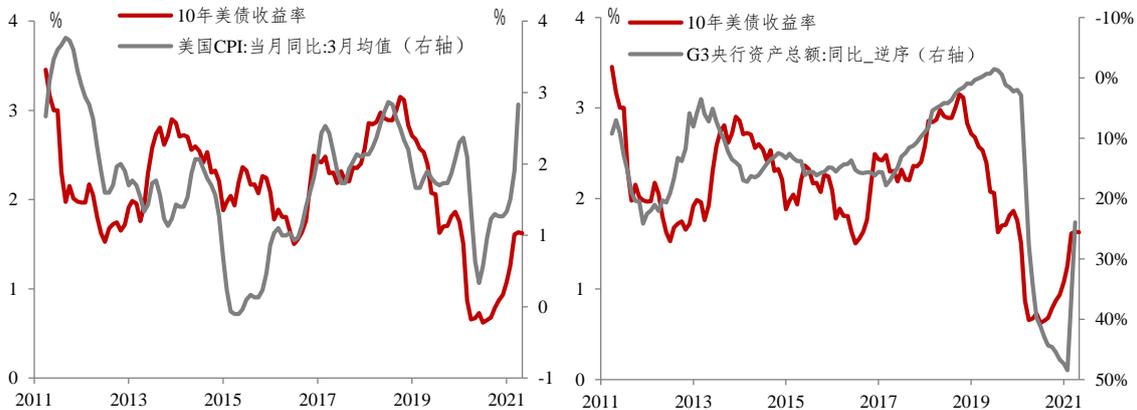
二、大类资产展望

2.1 美债利率：疫苗接种加快叠加财政刺激，经济复苏动能较强，长端利率将继续维持向上格局

2.1.1 通胀压力明显提升，但美联储或更关注就业，购债缩减暂不会发生

如前面所述，劳动力市场的供给缺口可能令美国的新增就业人数和薪资共同上升。此外，由于疫苗分配不均，全球产业链的生产国（中国）和消费国（欧美）率先复苏，而资源国则由于疫苗短缺及疫情反复，限制了原材料供应端的响应速度，再叠加“碳中和”的影响，使得商品周期可能还没有走完。

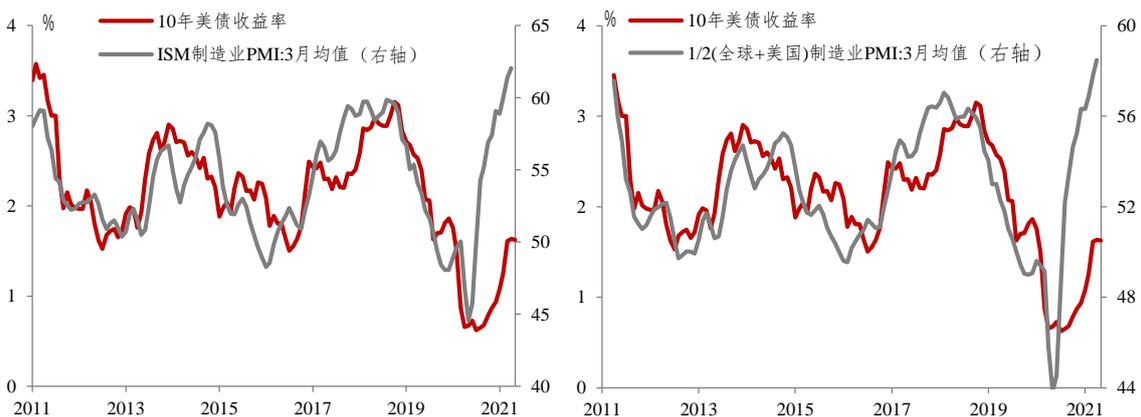
不过，由于美国的就业市场的修复速度依然偏慢，美联储可能更倾向于等到疫苗接种率达到“群体免疫”以及就业市场修复到一定水平后再作购债缩减。因此，美联储当前的货币政策短期将得到延续。



数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

2.1.2 疫苗接种加快叠加财政刺激，美国和全球经济基本面支撑收益率曲线陡峭化

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。



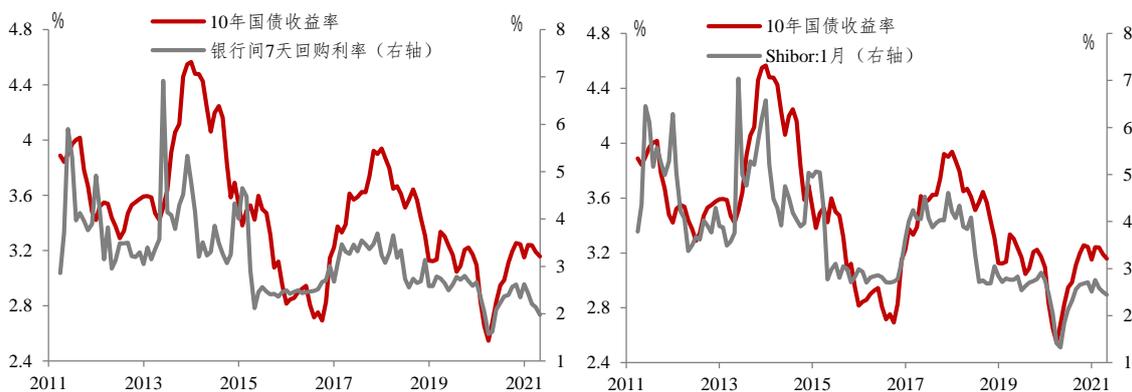
数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

2.2 国内利率：多空力量持续交织，国内通胀风险弱于海外，资金面宽松下交易性机会仍存

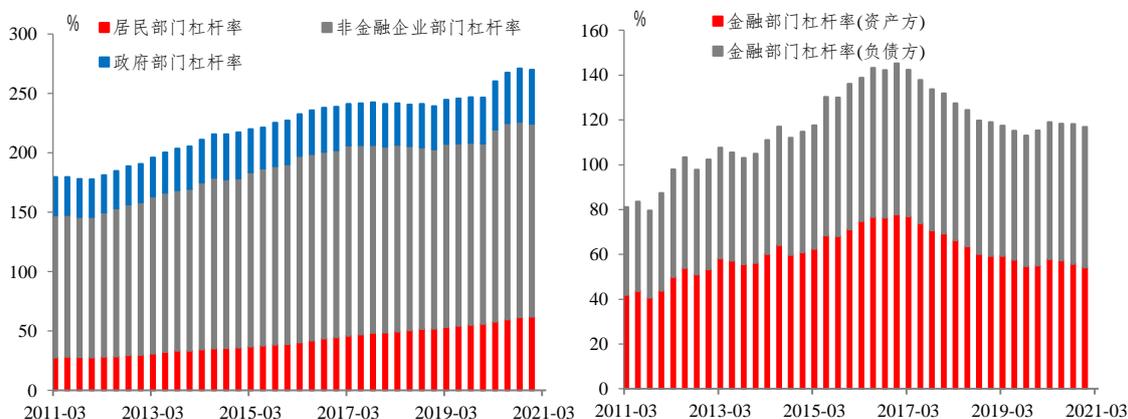
2.2.1 宏观杠杆率处于高位，政策面回归稳杠杆，国内利率不具备大幅下行的基础

去年疫情爆发后，“六保”的高层政策定调让货币政策侧重于保增长保就业。5月以后，随着疫情得到控制，而鉴于金融防风险始终是货币政策的达摩克利斯之剑，激进的货币政策开始退出，而在“货币政策不急转弯”的定调下，货币政策转向中性。

当前，市场对“不急转弯”的解读是“仍要转弯，但问题在于节奏”。因此，市场仍对央行的政策动向给予密切关注并赋予了最高权重。年初至今，利率市场也持续围绕着货币政策预期交易。



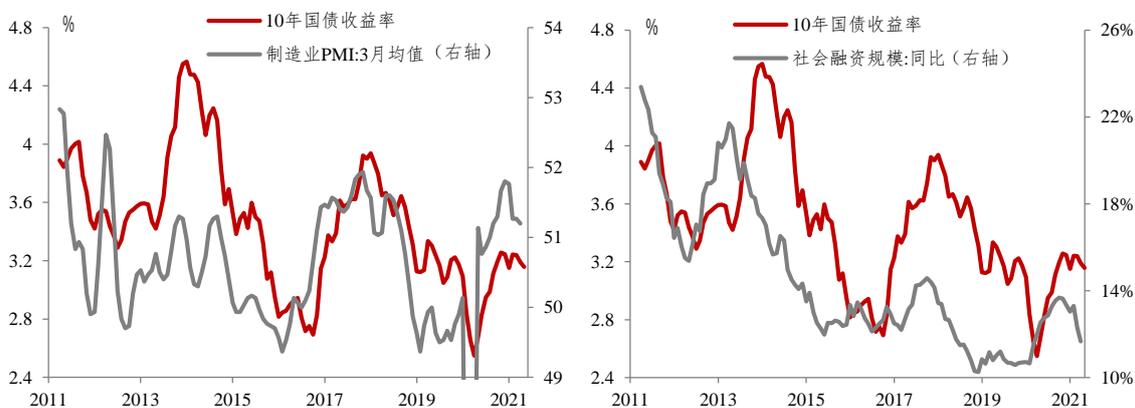
数据来源：Wind，工银资管（全球）



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.2.2 制造业 PMI 已证伪经济快速下滑，复苏边际放缓但基本面仍维持较强韧性

当前经济基本面边际变化的拐点仍未得到确认，市场对此分歧较大，一季度靓丽的“硬数据”叠加中美周期错位及明显的基数效应，确实让判断难度加大。三、四月的制造业 PMI 数据已经证伪经济快速下滑，但鉴于信用收缩已得到确认，未来还需证伪二者之一：1) 外需推动经济基本面持续向上；2) 信用收缩导致经济基本面边际放缓。

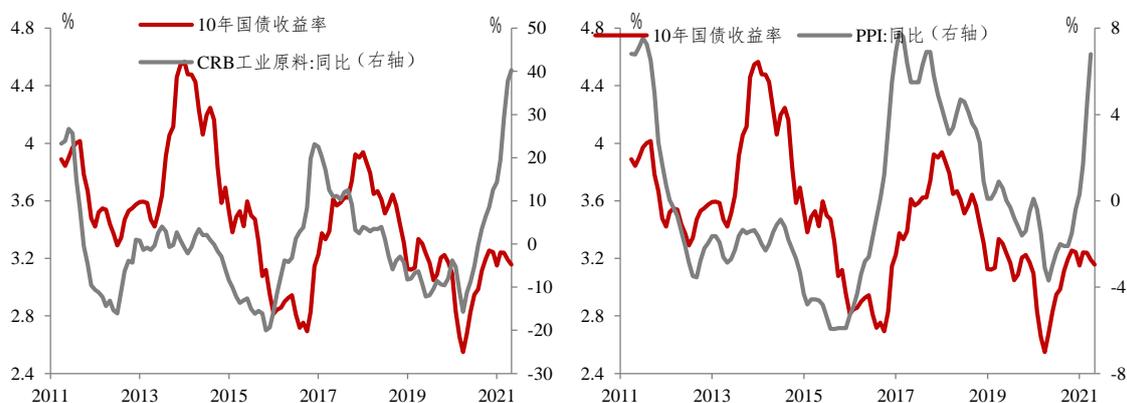


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.2.3 “上游通胀、中游受挤压、下游需求复苏不平衡”格局下，货币政策维持中性

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，但在基数效应下，大宗商品同比涨价幅度将逐步放缓。根据我们的测算，国内 PPI 大概率在未来三个月逐步见顶，但在 PPI 和海外通胀的驱动下，国内 CPI 上升趋势仍将延续。不过，由于中国货币政策退出时间较早，且生产端恢复显著好于发达国家，不存在明显的供给限制，且在猪肉的拖累下，当前通胀仍处于较低水平。

当前的经济格局是“上游通胀、中游受上游价格挤压、下游复苏不平衡”。因此，中国的货币政策大概率继续保持中性，而在资金面仍然宽松的背景下，利率债存在交易性机会。

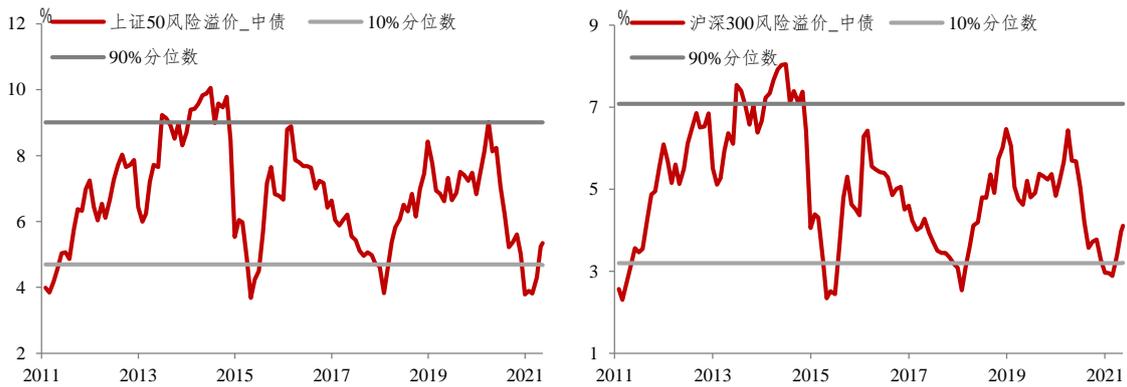


数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.3 大中华股市：中期估值提升空间有限，盈利驱动仍是核心，以风险为导向提升组合的“反脆弱性”

2.3.1 估值提升空间有限，盈利增长仍是核心驱动，PPI 短期上行趋势仍在叠加海外通胀风险，继续看好具备防御性的低估值红利股，并逐步布局已跌出价值的成长白马

去年，在保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，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收紧和货币中性阶段。

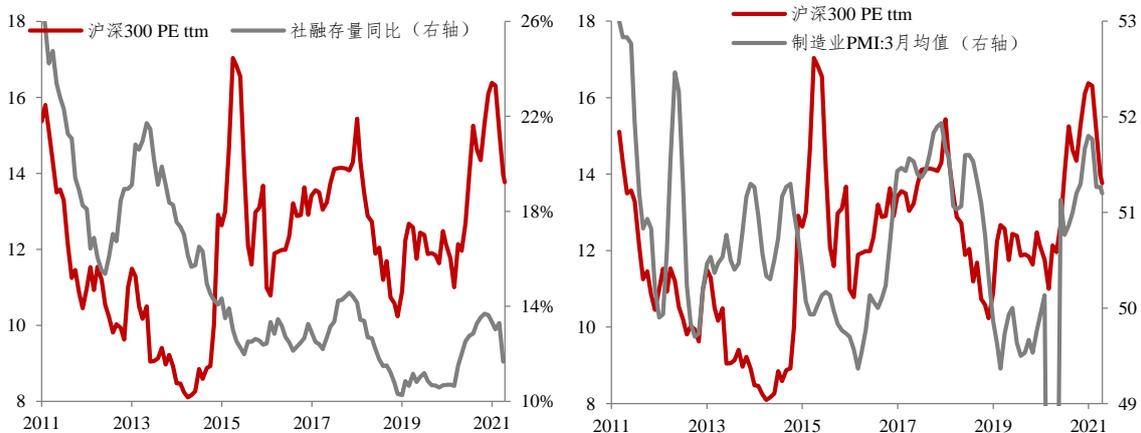


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

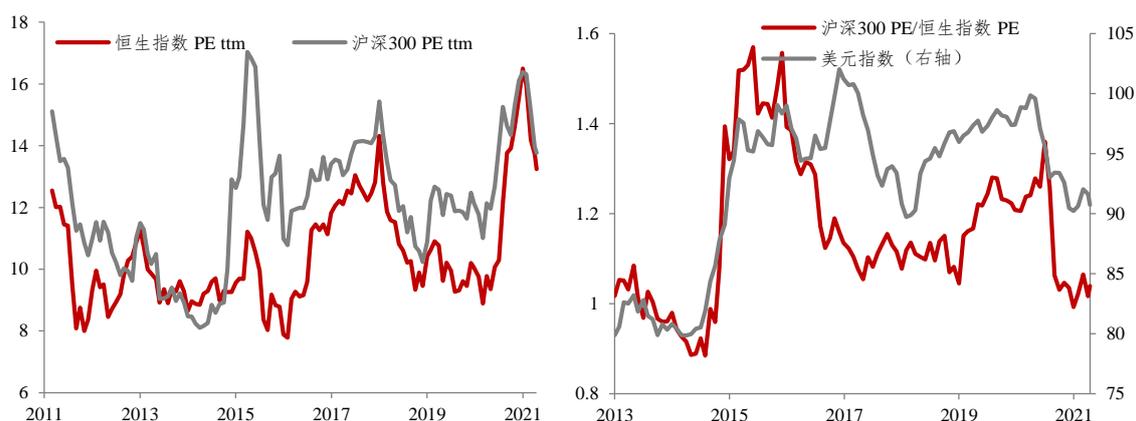


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

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。

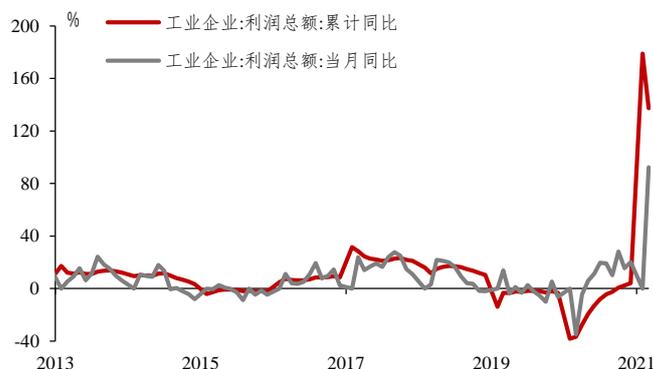


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



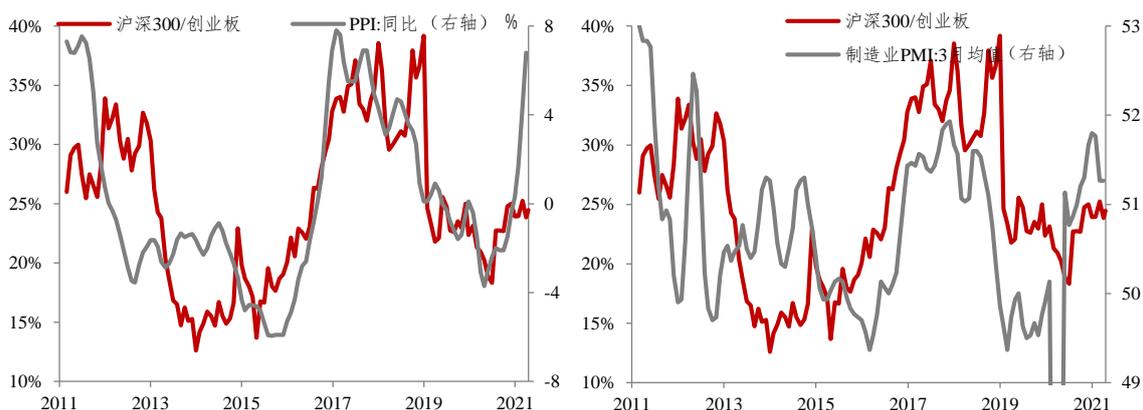
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

盈利方面,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。

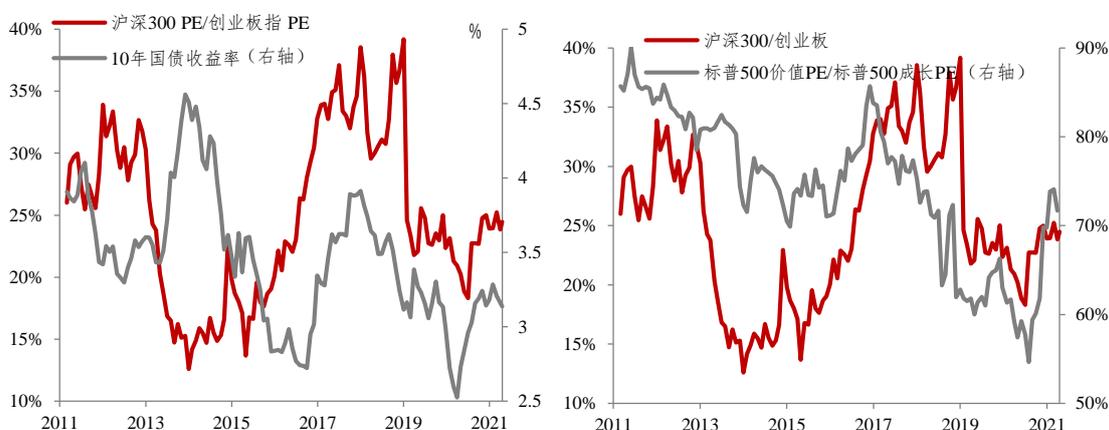


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

当前,尽管信贷脉冲已经明显下行,但经济增长动能及海外需求还在,经济不会出现明显下滑,继续看好受盈利驱动的股票,并继续看好具有防御性的价值红利股以及受利率驱动的低估值银行板块,回避估值过高标的,以防范海外通胀上行所导致的美债利率上行的尾部风险。此外,前期已跌出价值的成长白马股也可以开始逐步进行布局。



数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



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：周期板块基本面势头短期仍会持续，部分成长股价值开始凸显

- ◇ 全球经济仍在复苏，对全球股票市场二季度行情仍然谨慎乐观，美债收益率再次大幅上升是主要风险点；
- ◇ 从中长期来看，高通胀的预期未必可持续，PPI 大幅上行会影响到中游制造业需求，而疫苗推广和疫情逐步得到控制后，全球供需错配的矛盾会得以缓解，总体来看预计对流动性影响不大；

◇ 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，部分个股的估值已经回落到 2019 年年末疫情发生前的水平，建议均衡配置。

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	4.41	9.77	28.57	9.29
标普 500	5.34	12.98	28.84	11.83
道琼斯工业	2.78	13.52	29.07	11.30
欧洲 STOXX 50	1.93	15.04	35.73	12.92
日本 225	-1.25	4.83	26.38	5.67
MSCI 新兴市场	2.50	1.76	23.10	4.79
MSCI 新兴亚洲	2.42	0.31	20.54	4.56
MSCI 亚太除日本	2.83	2.13	23.11	5.63
MSCI 香港	2.99	8.60	29.36	10.76
MSCI 中国	1.29	-5.80	6.80	1.13
恒生指数	1.30	1.97	19.78	5.92
恒生国企指数	-1.22	-3.30	11.07	0.93
上证综指	0.20	-0.98	6.98	-0.69
深证成指	3.74	-1.47	4.70	-1.23
10 年期美国国债	-6.58	52.52	86.11	77.76
美元/离岸人民币	-1.39	0.33	-3.33	-0.45

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 30/4/2021

上月 MSCI 全球指数上涨 4.41%，疫苗接种速度加快及美国和欧元区经济数据向好，有助提振市场气氛，4 月份环球股市上升。市场中估值较低的板块以及小型公司均表现良好。

中国和美国近期经济数据参差不齐。美国 4 月份非农数据远不及预期，可以解释近期即使通胀预期不断提高，但美国 10 年期国债利率并没有大幅反弹。中国方面，4 月份金融数据低于预期，但也进一步确认

了“紧信用+稳货币”的政策组合，并且贷款结构有所改善，利于经济中长期发展。中国货币政策边际从紧、信用收缩已是大趋势，但节奏和力度会比较温和，同时长端和短期的流动性也相对宽松，对股票市场影响中性。PMI 整体低于预期，但同时出口数据大幅超出市场预期。强需求带动出口增长，即使失去基数影响的加持，4月出口增速仍然远高于去年4季度。对主要发达、新兴经济体的出口金额也较3月有所反弹，表现出较强的韧性。外需持续改善，给国内经济调结构预留空间。叠加上周大宗商品期货价格大幅上涨，周期性行业景气度持续，这是近期大宗商品等周期股大幅跑赢成长股的主要逻辑。但展望未来，商品涨价的持续性值得担忧，市场目前的一致预期认为商品涨价或持续到二季度甚至三季度。然而从股票市场来看，短期借助涨价带来的催化剂行情或随着股票的估值快速提升而结束。而大宗商品也或处在最后一轮上涨阶段，核心的原因在于后续供给端或均面临一定的压力，高企的原材料价格会影响中游制造的毛利率和订单积极性，而疫苗普及和疫情不断得到控制也会改进供给对需求的匹配。反观成长股，虽然仍会受到流动性收紧担心的影响，个别板块和个股的估值已经调整到较为合理的水平，而中长期的基本面并没有恶化，A股的茅指数重新接近前期低点。因此策略上仍然注重均衡配置，在顺周期中更加注重基本面可以持续的板块，在成长股中自下而上关注估值合理的优秀个股。

从整体市场来看，市场总体虽然仍有下跌风险，但经过前面的杀跌，下跌空间不大，如果以此轮上涨回调幅度为50%为假设，恒生指数下跌支撑位为27000点，恒生科技指数支撑位为7500点，下跌空间不大。考虑到今年七月一日是中国建党100周年，年中期间刺激经济政策有望加速推进，我们仍然预计二季度后半段有一波反弹行情。板块和风格配置上建议做到攻守兼备，在调整组合板块配置的同时捕捉个股投资机会。针对目前市场主要风险点，我们会变得更乐观再次加仓的主要观测信号包括：1) 金融条件的边际改善：如经济数据边际弱化导致社融数据超出预期，中美10年期国债利率跌破前期主要点位；2) 大部分中国公司公布一季报后业绩风险较为充分的在股价中反映；3) 市场下行

到前述主要支撑位。如果市场发生较大的不可预测风险，如华融信用事件导致系统性金融风险，或者中美关系严重恶化，需要严格进行风险控制，防范下行风险，但目前来看，这不是我们判断的基准情景。

3.2 固收基金经理：配置中短久期，投资级板块预期中性偏弱，高收益板块信用分化加剧

- ◇ 基于大宗商品价格上涨、发达经济体持续重新开放及复苏，我们认为美债收益率曲线长端仍存上升空间，曲线将呈现陡峭化趋势。
- ◇ 对长期限投资级债券持谨慎态度，但我们力求在细分品类中追寻投资价值，如投资评级的永续债券等。
- ◇ 高收益企业的信用分化将进一步持续，我们将甄别并规避资质较弱发行主体，并持续关注资质较强主体的交投及新发市场情况。

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债 (bps)	-0.54	44.98	3.82	32.20
5 年期美国国债 (bps)	-9.83	101.42	120.09	134.46
10 年期美国国债 (bps)	-6.58	52.52	86.11	77.76
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (%)	25.62	32.10	19.80	42.40
JACI 亚洲美元债指数 (%)	0.15	-1.03	0.87	-1.03
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-0.19	-1.82	-0.67	-1.86
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	1.26	1.60	6.19	1.75
JACI 亚洲美元债信用利差 (%)	1.80	-3.22	-15.16	-5.32
JACI 亚洲投资级信用利差 (%)	4.09	-4.03	-14.60	-7.81
JACI 亚洲高收益级信用利差 (%)	0.97	-3.03	-18.22	-2.51

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 30/4/2021

4 月全球宏观经济数据表征主要经济体持续开放及复苏，叠加疫苗接种率提高及疫情控制的深入，市场风险情绪得到提振。美国暂时仍然

会执行宽财政的政策，美东时间 4 月 28 日，拜登发表上任以来首次国会演说，在两院联席会议上公布 1.8 万亿美元的“美国家庭计划”，总计约 4 万亿美元的基建计划全部揭晓，同时提出对富人增税来为该计划筹资；而且根据最近一次美联储议息会议纪要及美联储官员表态，货币政策短期内仍将维持较为宽松的态势，联储并没有大幅度缩减购债计划。

进入 4 月后，美国国债收益率曲线整体较高点回落。其中，美国 10 年期国债收益率从 3 月底高位 1.70% 回撤至月内低点 1.52% 附近。然而，随着大宗商品价格持续上涨，美债收益率再次被推高。10 年期国债收益率在 4 月末收于 1.62% 位置，较上月底收窄 8 个基点。大宗商品逐步成为美国收益率方向选择上的重要考量因素，据此，美国十年期盈亏平衡通胀率在整个月中稳步上升，从 2.37% 提升至 2.41%。

投资级债券方面，我们判断目前的投资级主题仍伴随经济恢复，企业信用将持续得到支撑。通胀方面，近期因经济复苏有利于能源需求复苏，叠加美元走软，大宗商品价格飙升，此外美国经济刺激计划长期来看可能带来通胀率的提升，导致美国国债收益率曲线逐渐走陡，需要关注利率上行风险。华融事件在发酵后显得错综复杂，虽然此前完成了新加坡债券的付款，但仍缺乏最终的解决方案。伴随着投资者被利差扩大吸引，见到其他投资级别的中资美元债整体价格稳步回升。

高收益债券方面，1) 供需角度分析。依据彭博统计，4 月中资美元债市场共发行高收益债券合计 20 只，融资金额 36 亿美元，较上月减少 14%；4 月到期的中资美元高收益债券合计 50 只，到期金额 165 亿美元，较上月增加 23%；净融资为 -129 亿美元。可见债券供给上整体还是受到美债收益率上行的影响，但净融资减少为板块债券价格提供了一定支撑；另一方面，各类投资者对收益的追求使得对投资标的的选择由投资级名字转移至部分相对优质高收益名字，进一步稳定了市场信心。2) 政策角度分析，结合境内高收益市场波动，包括华融在内，部分境内风险主体如山西煤炭企业及中原资产等个券收益率在 4 月初

上升明显，随着 4 月中国国务院国资委、山西省相关部门以及河南有关方面的表态，市场信息明显恢复。4 月下旬开始，境内高收益交投主要集中在城投和地产企业，反映出市场对隐性债务和房地产的持续关注。

基准利率角度：4 月从全球宏观角度看，经济基本面支撑强劲的复苏动能，并且推升了市场的风险情绪。我们判断整体的复苏基调将会持续下去。伴随着去碳化等因素带来的供应瓶颈，以及经济恢复造成的需求激增，大宗商品价格将继续上涨。据此，我们认为美债收益率曲线长端仍存上升空间，曲线将呈现陡峭化趋势。

投资级债券角度：在投资组合构建策略方面，我们正在减少或是规避长期限债券，目的是缩短组合久期，尤其是减少配置长久期的投资级债券。尽管大多数投资级中资美元债的信用利差已收窄至相对合理区间，但我们觉得该领域仍然具备抓波段的潜在交易机会。我们偏好扮演着重要的经济和/或政策角色的央企板块。同时，由于永续债券内嵌的发行人可赎回选择权，与具有相似到期日（与首次赎回日进行比较）的普通债券相比，这些债券提供了赎回风险溢价。此外，由于次类债券的首次赎回日期几乎都在五年之内，永续债的利率风险较小。因此，由于 1) 华融新闻造成的央企板块估值下跌，2) 相对于普通债券更高的风险溢价，3) 利率风险的降低，我们认为此类债券将为该投资组合奠定良好的收益基础。

高收益债券角度：中国经济数据持续复苏，CPI 稳定，PPI 回升加快，通胀预期加剧。一方面，中央继续加强房地产金融审慎管理，多城调控加码；另一方面，跟据中国房地产行业发展指数，截至 2021 年 4 月底，9 家房企全口径销售金额已经突破 1000 亿元人民币，较去年同期增加 5 家。预期高收益债券市场发行人仍将维持信用分化局面。对于中资房地产企业，我们会持续关注三条红线政策、集中供地模式等房地产新政策推出，对融资成本较高、融资渠道较窄、企业规模较小、“345 新规”分类为红色及橙色档的弱信用资质企业的流动性影响，并排查避免投资由此可能遭遇由短期流动性危机引发的债务违约的企业。此外，

华融事件影响外溢至城投板块，引致部分弱资质城投企业的信用风险加剧。因此，我司固收部不建议进行过度的信用资质下沉，并通过审慎的信用研究方法，选择信用稳定，具有长期投资价值的投资标的进行投资。

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。