

全球资产展望-2021年6月

音乐未停 结构至上

资产配置观点

- 上月，我们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，开始布局已跌出价值的成长白马，并配置原油等商品以及人民币。上月实际资产表现持续分化，全球股票整体上涨但板块轮动加快，风格特征不明显，非美股票市场表现占优，大宗商品受国常会打压出现大幅下跌后又在基本面的支撑下反弹，原油创新高，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。美国经济持续复苏，劳动力、原材料的供给不足导致通胀加速，但联储认为通胀是暂时的。在用工需求旺盛的推动下，就业市场将会持续改善，当前场景的下一步将是美联储逐步进入讨论何时开展缩减购债的阶段，但仍不足以令我们改变当前的战略配置。
- 本月基于经济全面复苏、通胀上行、劳动力市场持续改善以及联储刻意淡化通胀，即“全面复苏+联储淡化通胀压力”的宏观主题下，战术配置继续保持美国国债空头的尾部风险对冲，并继续配置贵金属。我们预计这个场景持续不会太长，最终联储会被迫开始讨论缩减购债，届时风险资产将会大幅回调。在原油领域投资不足、需求复苏、库存下降、OPEC增产缓慢的作用下，继续看好原油。汇率上还继续加配人民币，股市上继续加配新兴市场、价值、工业、能源、原材料、银行等板块。中国方面，尽管信贷脉冲明显下行，但经济增长的内生动能及海外需求还在，经济基本面暂不会出现明显下滑。在当前通胀风险可控的背景下，货币政策仍将

维持中性，我们在权益配置上也继续偏重中国市场，股票内部继续偏重顺周期、价值、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	4
1.1 疫苗接种率提升及财政刺激继续助力发达国家经济复苏	4
1.1.1 疫苗接种率继续提升，美、欧疫情持续好转	4
1.1.2 就业市场持续偏弱，失业补贴加剧美国劳动力市场供给缺口，将同步推升薪资和通胀	5
1.1.3 发达国家制造业仍在兑现持续修复的市场预期	5
1.2 中国信用收缩力度将在下半年逐步放缓，经济基本面仍在走向全面复苏，但修复节奏放缓	6
1.2.1 在高基数和“稳杠杆”的背景下，信用回归正常化趋势不变，但6月以后收缩幅度将逐步放缓	6
1.2.2 出口支撑边际减弱，经济基本面修复节奏持续放缓	7
1.2.3 中国PPI将在下半年逐步见顶，当前通胀水平尚不至于对货币政策构成制约	8
二、大类资产展望	9
2.1 美债利率：发达国家疫苗接种率持续提高叠加财政刺激，推动经济持续复苏，收益率曲线将在中期维持陡峭化	9
2.1.1 美国通胀压力提升，但劳动力市场修复弱于预期，美联储暂不会启动购债缩减	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持续向好，将在中期支撑长端利率上行	10
2.2 美元：处于长期下行通道，中期维持震荡下行	11
2.2.1 美国财政贸易双赤字持续扩大，将推动美元在长周期下行	11
2.2.2 从美国和欧日的相对货币政策力度看，今年来欧、日央行货币政策相较美联储更为宽松，对美元形成一定支撑	12
2.2.3 从美国和非美的相对经济基本面看，复苏周期错位推动美元震荡下行	12
2.3 原油：上行空间收窄，但价格驱动力整体向上	13
2.3.1 需求驱动向上叠加原油曲线处于Back结构，不宜看空油价	13
2.3.2 页岩油资本开支对油价的弹性下降，原油库存增速仍在快速下滑	15
三、市场观点	16
3.1 股票市场观点：多空因素互搏，难有单边行情，但结构性行情将延续，偏重景气度高的行业和公司	16
3.1.1 市场回顾	16
3.1.2 基金经理观点	18
3.1.3 行业观点	19

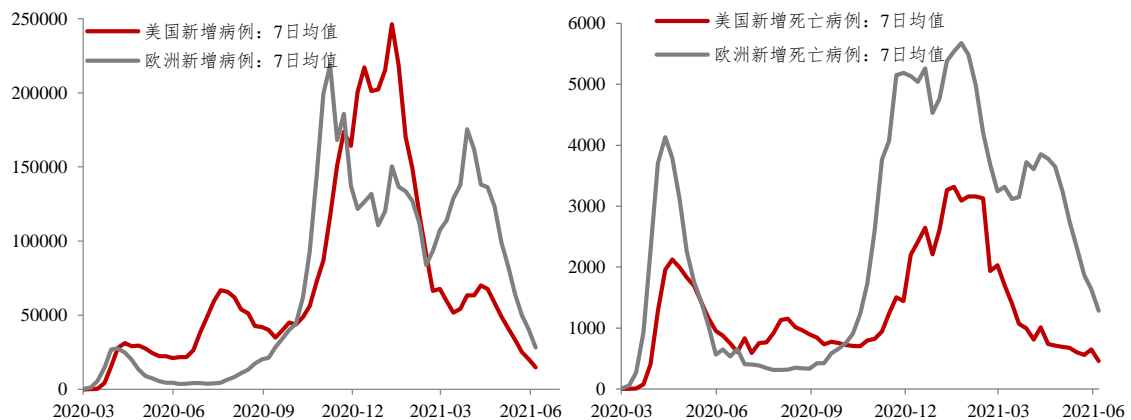
3.2 固收市场观点：利率上行趋势不变，规避长久期.....	21
3.2.1 债券市场回顾	21
3.2.2 基金经理观点	22

一、全球经济周期

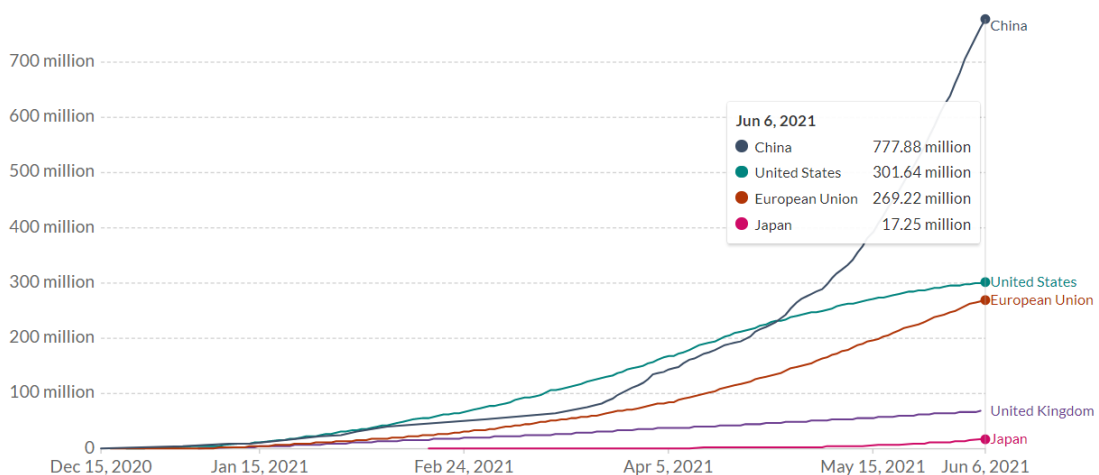
1.1 疫苗接种率提升及财政刺激继续助力发达国家经济复苏

1.1.1 疫苗接种率继续提升，美、欧疫情持续好转

近期美、欧等发达国家疫情持续好转，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超 90 剂/百人，欧盟和中国的接种率在 55 剂/百人左右，日本的接种率不到 15 剂/百人。此外，中国的接种速度仍处于加速中，当前已超 2 千万剂/日。主要经济体疫苗接种率的提高将推动全球贸易和服务业持续复苏。



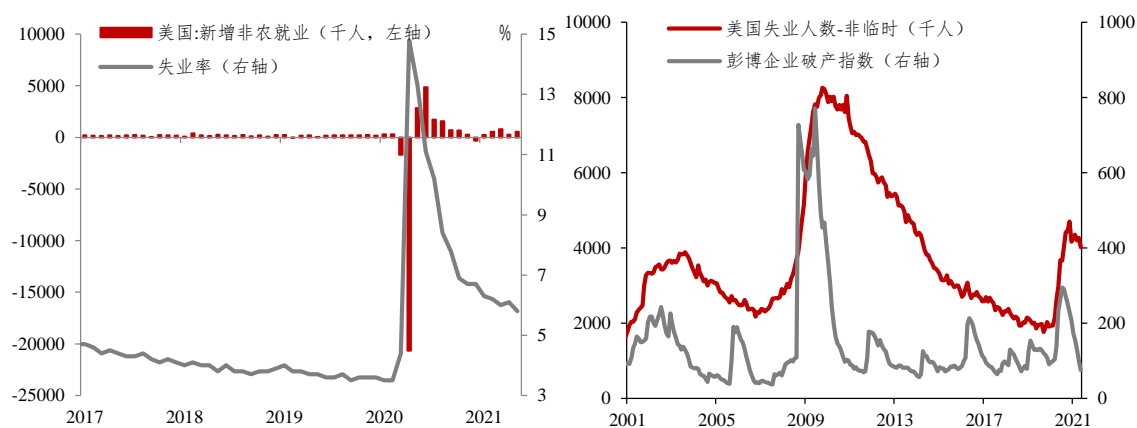
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源：Our World in Data，工银资管（全球），截止 2021 年 6 月 6 日

1.1.2 美国劳动力市场持续偏弱，政府补贴加剧就业供给缺口，将继续推升薪资和通胀

美国 5 月新增非农就业 55.9 万人，薪资环比增 0.5%，继续大幅上升，叠加员工平均周工时持续处于高位，显示美国劳工就业意愿仍然不高，慷慨的就业补助降低了低收入、低学历劳动者重返就业市场的意愿，而企业用工需求旺盛，劳动力市场的疲软主要源于供给因素而非需求不足，未来随着补贴逐步退出，劳动者的就业意愿也将逐步提升。

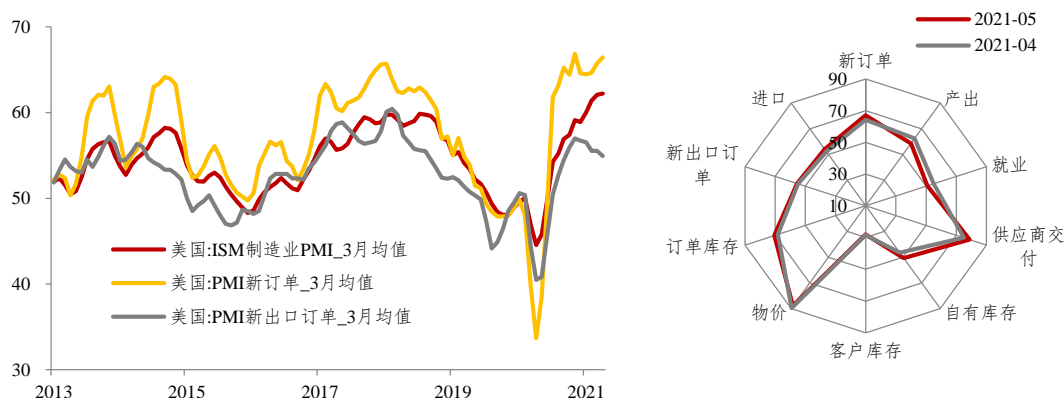


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

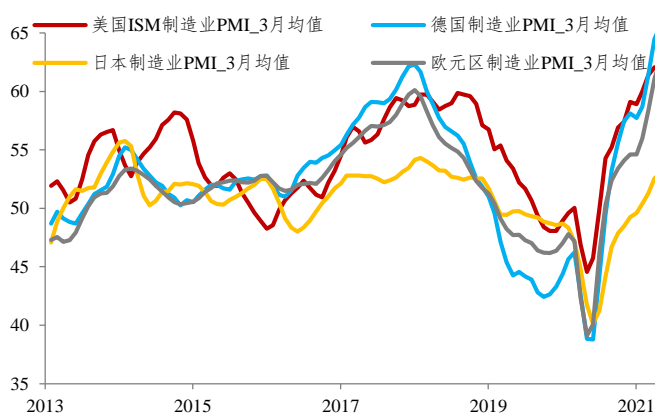
此外，就业市场供给短缺带来的结构性通胀也对消费需求构成了压制，即有效需求量会下降，因而经济基本面短期仍不够稳健。但从中期来看，劳动力市场的供给缺口可能令美国的新增就业人数和薪资共同上升，预计将同步推动经济复苏和通胀。

1.1.3 发达国家制造业仍在兑现持续修复的市场预期

美国 5 月的 ISM 制造业 PMI 为 61.2，从 3 月均值来看，美国制造业 PMI 仍处于上升趋势中。欧元区、德国和日本的制造业继续保持强劲复苏态势，欧元区制造业 PMI 再创历史新高，德国和日本的制造业景气度也处于历史高位区间。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



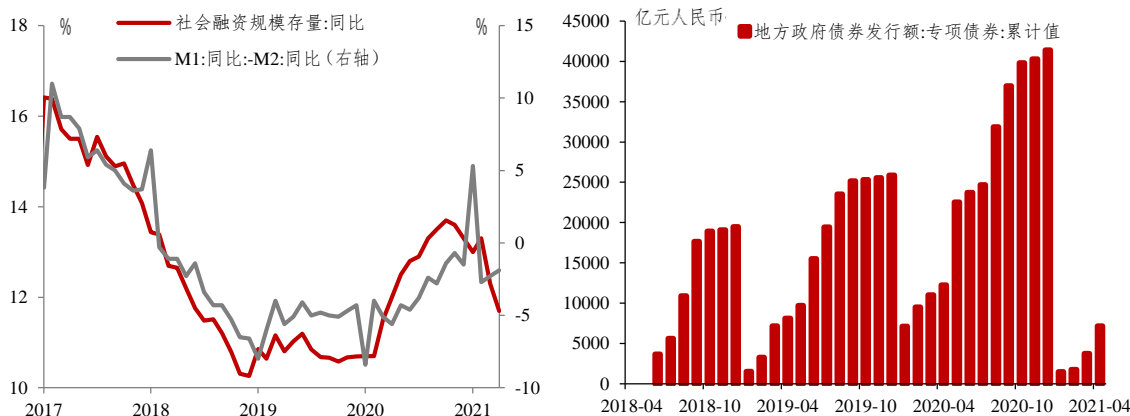
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 中国信用收缩力度将在下半年逐步放缓, 经济基本面仍在走向全面复苏, 但修复节奏放缓

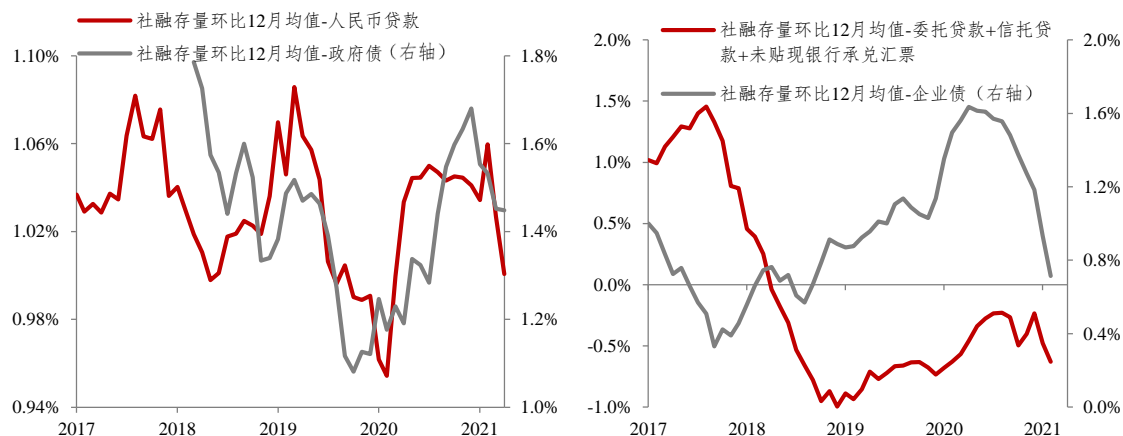
1.2.1 在高基数和“稳杠杆”的背景下, 信用回归正常化趋势不变, 但6月以后收缩幅度将逐步放缓

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，但从 6 月开始，信用收缩幅度预计将逐步放缓。



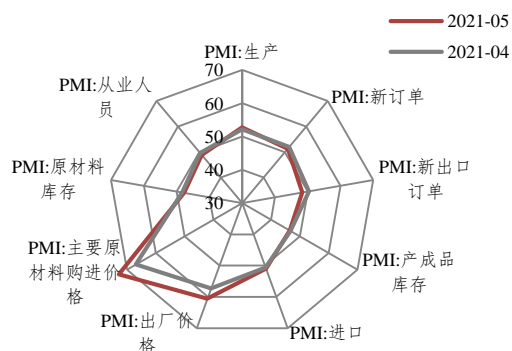
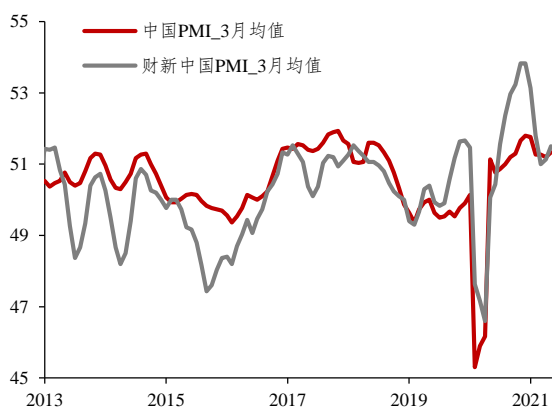
数据来源：Wind，工银资管（全球）



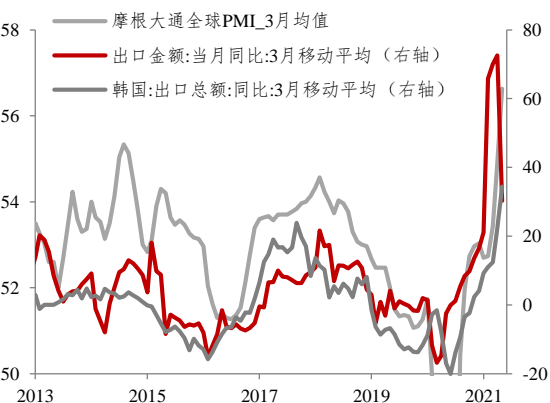
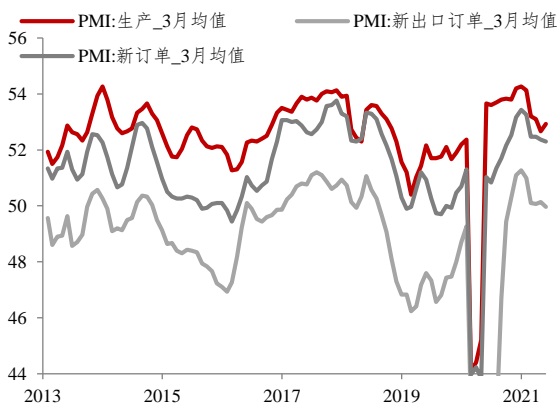
数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.2.2 出口支撑边际减弱，经济基本面修复节奏持续放缓

中国 5 月中采制造业 PMI 为 51，财新 PMI 为 52，基本符合预期，从趋势来看，中国仍在持续复苏，近两月制造业 PMI 已证伪经济快速下滑，但受人民币升值及其他新兴市场生产国逐步复苏的影响，出口支撑在近期有所减弱，未来经济基本面修复节奏边际放缓。从分项看，价格指数是主要支撑，而表征内生经济动能的新订单、新出口订单和生产分项都有所下降。



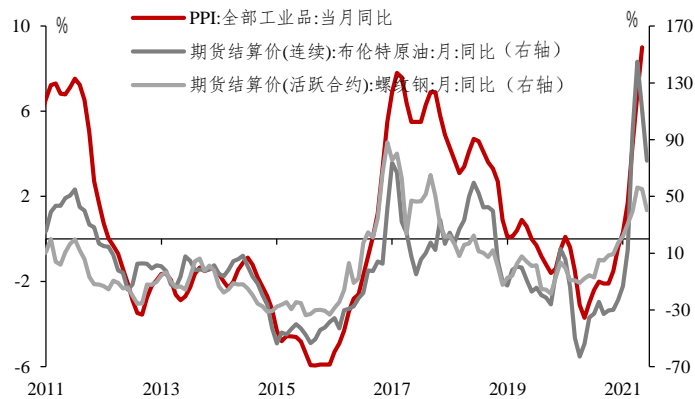
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

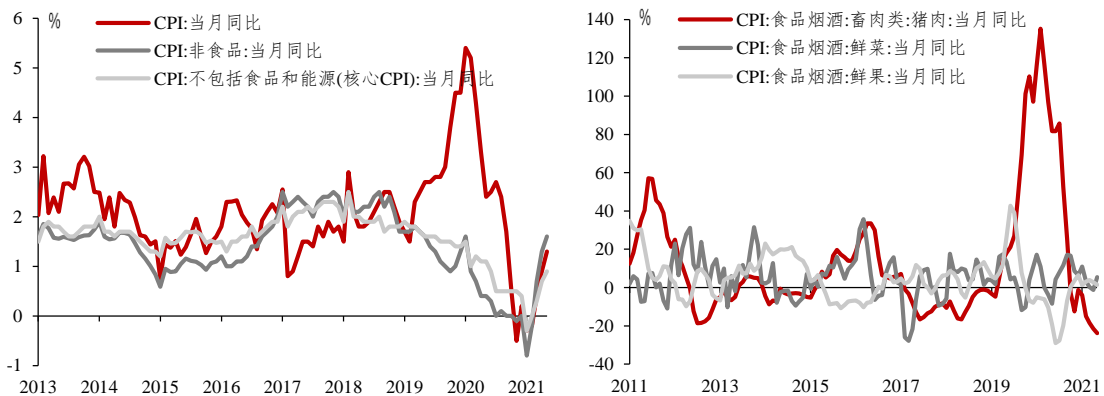
1.2.3 中国 PPI 将在下半年逐步见顶，当前通胀水平尚不至于对货币政策构成制约

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，中国 5 月 PPI 同比增 9% 略超预期。根据我们的测算，国内 PPI 大概率在下半年逐步见顶，但 CPI 在 PPI 和海外通胀的驱动下，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, 生产端恢复显著也好于其他国家, 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, 虽然我们预计 CPI 仍将持续上行, 但当前通胀水平并不高, 在猪肉、鲜菜、鲜果的拖累下, 同比增速仅为 1.3%, 扣去食品项后, 非食品 CPI 和核心 CPI 也分别仅有 1.6% 和 0.9%, 尚不至于对货币政策构成制约。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

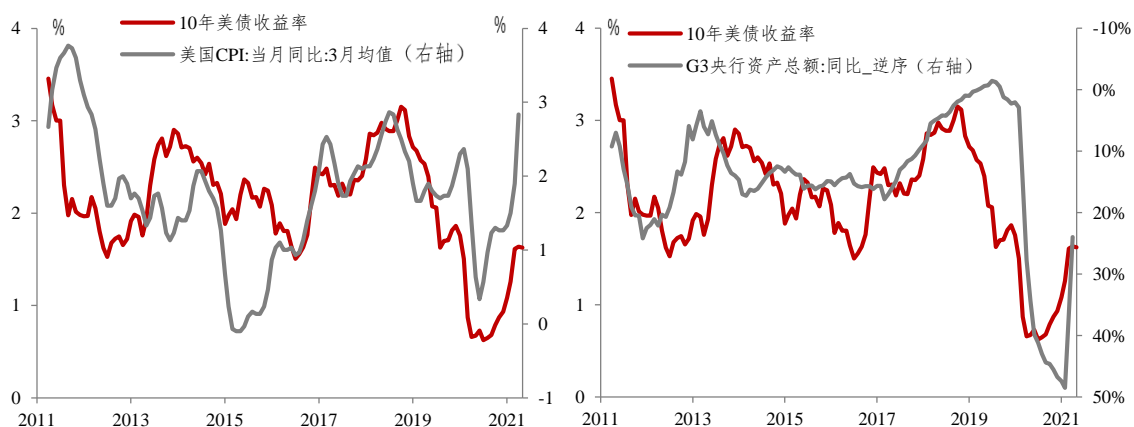
二、大类资产展望

2.1 美债利率: 发达国家疫苗接种率持续提高叠加财政刺激, 推动经济持续复苏, 收益率曲线将在中期维持陡峭化

2.1.1 美国通胀压力提升，但劳动力市场修复弱于预期，美联储暂不会启动购债缩减

美国新增非农就业数据连续两个月弱于预期，在劳动力市场没有明确恢复的情况下，市场对紧缩的担忧暂时缓解。当前美国经济持续复苏，通胀也呈现上升趋势，但美联储的货币政策以经济数据为导向而非基于预期，因此，预计美联储在 6 月进行购债缩减的概率依然很低。美国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。

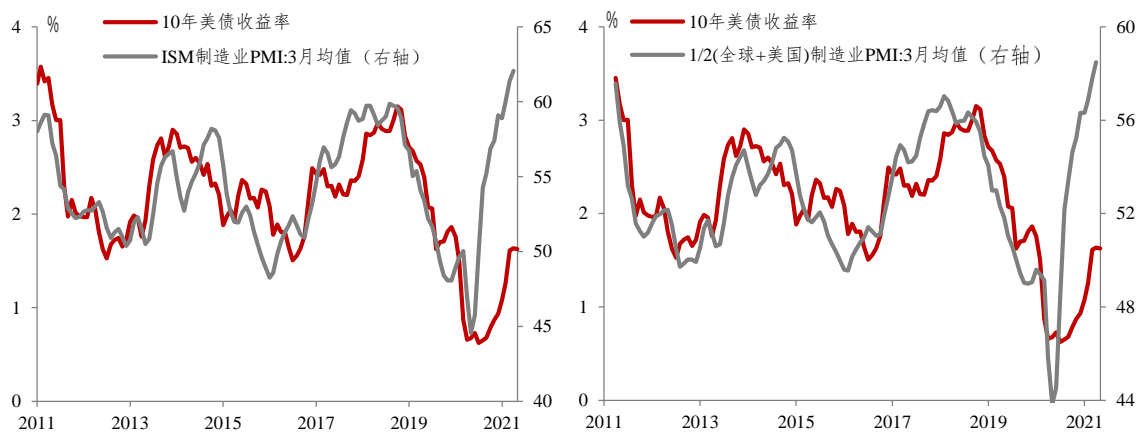
此外，由于疫苗分配不均，全球产业链的生产国和消费国率先复苏，而资源国则由于疫苗短缺及疫情反复，限制了全球原材料供应端的响应速度，再叠加全球范围“碳中和”政策的影响，使得商品周期可能还没有走完。



数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.1.2 疫苗接种率提高叠加财政刺激，美国 and 全球经济基本面持续向好，将在中期支撑长端利率上行

正如前面所述，疫苗接种率提高叠加财政刺激，美国 and 全球经济基本面仍然向好，美国国债长端利率上行及美债收益率曲线陡峭化的趋势并未改变。

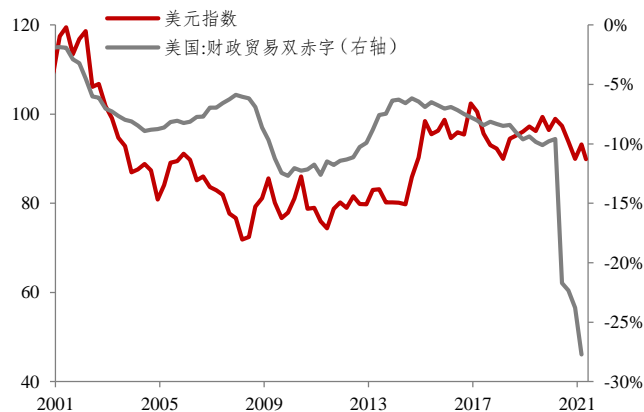


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2 美元：处于长期下行通道，中期维持震荡下行

2.2.1 美国财政贸易双赤字持续扩大，将推动美元在长周期下行

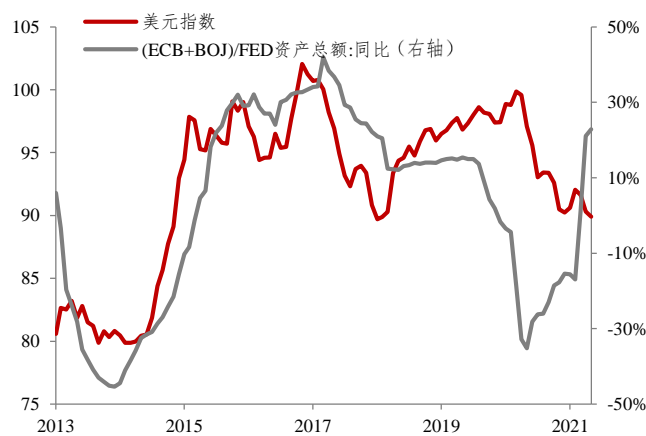
美国及欧、日相对财政政策力度方面，从美国近期公布的下一财年预算来看，美国的财政赤字大概率继续增加，而贸易赤字也未见好转；而欧盟由于内部复杂权力结构的限制，财政政策空间本身就相对较小。因此，美国双赤字继续加剧将在长周期推动美元下行。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.2.2 从美国和欧日的相对货币政策力度看，今年欧、日央行货币政策相较美联储更为宽松，美元暂不至于大幅贬值

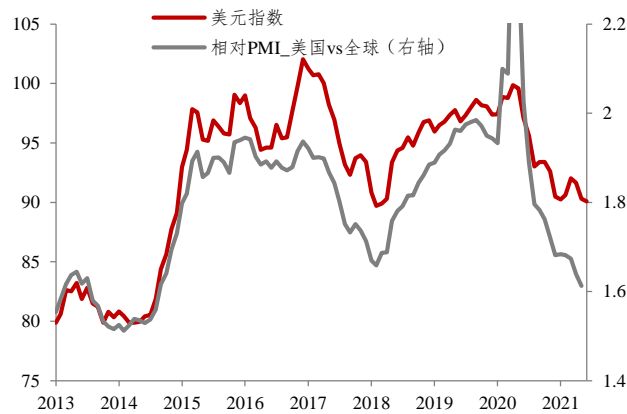
美国及欧、日相对货币政策方面，从美日欧央行的资产负债表扩张速度来看，由于去年美联储资产负债表扩张过快，今年以来，美联储的扩表速度相对于欧、日央行则边际弱化，这在一定程度上支撑了美元暂不会大幅贬值。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.2.3 从美国和非美的相对经济基本面看，复苏周期错位推动美元震荡下行

从美国和非美经济体的相对基本面来看，由于美国的疫苗接种速度明显快于其他主要经济体，复苏周期也明显早于欧洲和日本，目前已经过了经济基本面修复最快的阶段，导致近期非美主要经济体的制造业景气度相较美国更强。因此，综合来看，由于美国和非美经济体的相对经济基本面和相对货币政策逻辑相斥，美元可能持续宽幅震荡但整体向下。

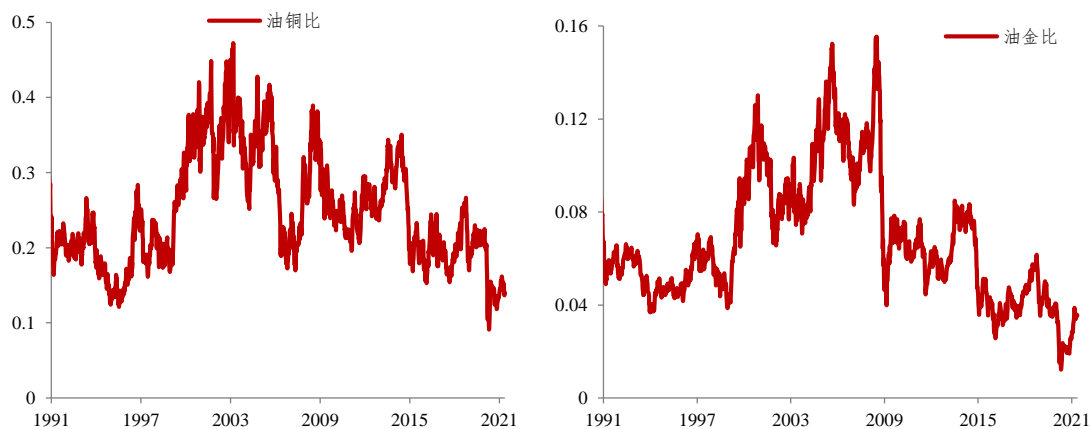


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.3 原油：上行空间收窄，但价格驱动力整体向上

2.3.1 需求驱动向上叠加原油曲线处于 Back 结构，不宜看空油价

当前全球经济仍处于修复阶段，且财政刺激及疫苗接种率提高都将继续推升通胀预期，对于大部分大宗商品而言，“需求决定方向，供给决定弹性”，而当前需求端的驱动仍然向上。此外，从油铜比、油金比及当前宏观场景看，预计原油相比于铜将表现更优。从月差率来看，当前原油价格的估值确实已处于较高水平，上涨空间有限，但价格驱动力整体向上。

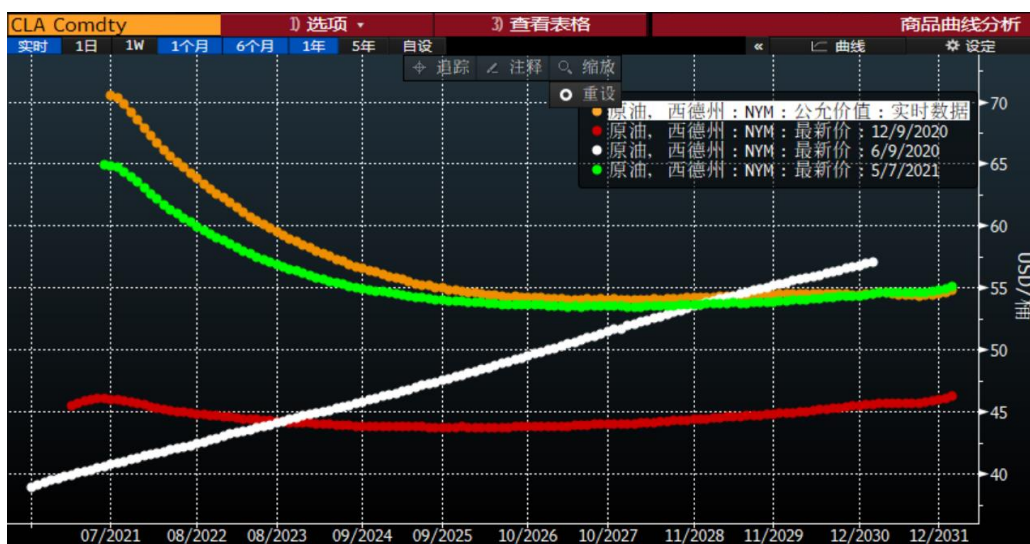


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

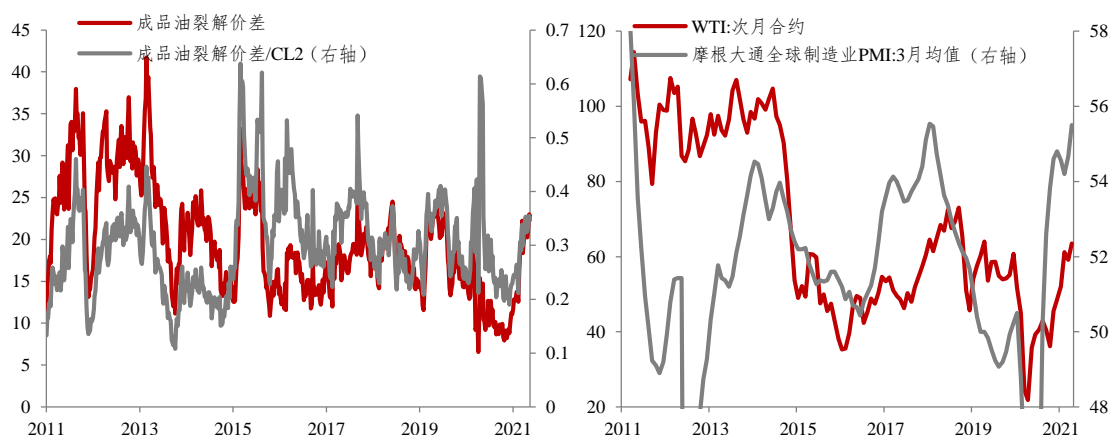


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

需求方面, 当前原油曲线处于 **Backwardation** 结构, 显示原油已不再供过于求。从当前成品油的裂解价差看, 原油需求处于中性水平, 还未出现明显过热, 预计还有一定的上行空间。



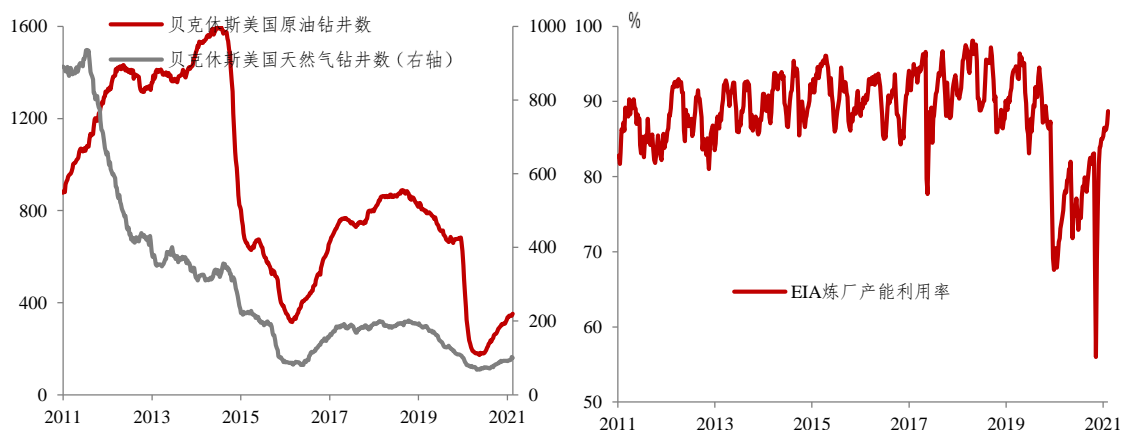
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

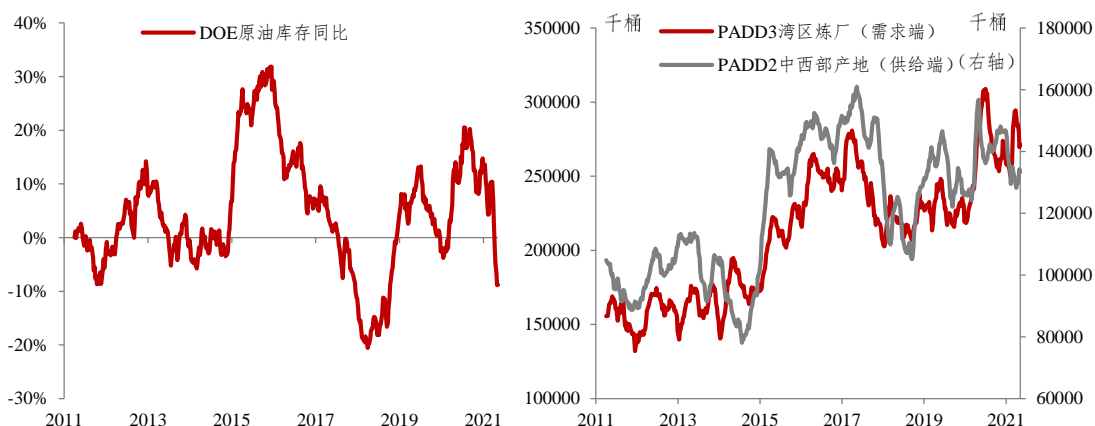
2.3.2 页岩油资本开支对油价的弹性已显著下降, 原油库存增速仍在快速下滑

供给方面, 当前原油价格水平已经触发了美国页岩油的资本开支, 钻井数连续数周持续上升, 但仍处于相对较低的水平, 预计之后会对油价有一定压制, 但现在还不是核心压制因素。此外, 由于疫情冲击导致页岩油企业更关注现金流, 叠加拜登政府的新能源政策并不鼓励页岩油的大规模开采, 都降低了页岩油资本开支对价格的弹性。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

此外, 当前原油的库存增速确实仍在快速下滑。因此, 虽然油价已经有了不小的涨幅, 但当前仍不宜看空。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

三、市场观点

3.1 股票市场观点: 多空因素互搏, 难有单边行情, 但结构性行情将延续, 偏重景气度高的行业和公司

- ✧ 全球基本面持续复苏, 继续支撑中国经济增长, 中国宏观政策短期加大收紧的可能性较低, 社融增速边际改善。
- ✧ 美国核心通胀在加速, 市场对联储缩减购债政策的预期在升温, 预计资本市场可能会动荡加剧。
- ✧ 预计市场分化延续, 应更加重视自下而上选择高景气行业, 偏重业绩确定性强且长期高增长的公司。

3.1.1 股票市场回顾

名称	变动 (%)			
	20 日	60 日	120 日	年初至今
股票市场				
标普 500	-0.14	7.29	15.37	12.53
纳斯达克	0.94	3.61	12.15	7.71
MSCI 亚洲	2.78	0.65	8.79	5.16
MSCI 中国	3.66	-3.35	2.78	0.22

恒生指数	0.65	-0.44	8.98	5.69
恒生国企指数	0.74	-2.99	3.01	-0.08
恒生科技指数	1.20	-2.87	-0.56	-5.28
恒生医疗保健业	8.36	24.42	30.14	14.99
恒生必需性消费业	4.96	4.03	4.69	-3.73
恒生非必需性消费业	4.71	4.67	16.57	6.04
恒生资讯科技业	2.67	-6.12	-1.7	-2.76
恒生工业	1.81	6.17	25.51	8.71
沪深 300	4.16	4.57	4.44	0.40
国防军工(申万)	10.97	12.7	-12.2	-3.04
通信(申万)	10.21	4.33	-6.04	-11.93
汽车(申万)	9.78	9.77	2.02	2.19
食品饮料(申万)	9.71	19.01	4.26	13.92
化工(申万)	8.82	12.05	16.57	18.13
电子(申万)	8.32	7.76	0.46	-0.74
计算机(申万)	8.06	8.57	-3.99	-7.58
非银金融(申万)	7.27	-1.13	-11.33	-12.04

数据来源: Wind, 工银资管 (全球) 选取整理最近 20 日恒生行业领涨板块指数以及 A 股申万一级涨幅排名前八的板块指数, 截至 2021 年 6 月 8 日。

美国方面, 标普 500 指数最近 20 日下跌 0.14%, 纳斯达克上升 0.94%。Markit 公布 5 月份美国制造业 PMI 初值增至 61.5, 胜预期的 60.5, 创新高。服务业 PMI 初值升穿 70 水平, 报 70.1, 胜预期的 64.3, 同创新高。

中国方面, MSCI 中国最近 20 日上涨 3.66%。国家统计局公布的 5 月中国制造业 PMI 为 51%, 比上月微落 0.1 个百分点, 制造业采购经理指数与上月相比变化不大, 景气度继续高於 2019 年和 2020 年同期, 制造业延续稳定扩张态势。中国 4 月经济数据出炉, 主要指标同比增速明显回落, 消费恢复程度不及预期。国家统计局表示, 受上年同期基数逐步抬高影响, 4 月多数生产和需求指标比 3 月增速有所回落。但从两年平均增速和环比增速看, 经济运行继续保持稳定恢复态势。

港股方面,最近 20 日恒生指数上涨 0.65%,恒生国企指数上涨 0.74%,恒生科技指数上升 1.20%。得益于近期价格压力担忧缓解、风险偏好改善,加上人民币显著走强,海外中资股市场进一步积蓄动能,延续了 5 月中旬以来的反弹势头。对市场最敏感的券商板块月中大幅上涨,直接印证了市场情绪的改善,和去年 7 月初的情形类似。板块方面,医疗保健、必需消费、非必需消费、资讯科技、工业板块分别领涨 8.36%、4.96%, 4.71%, 2.67%, 1.81%。

A 股方面,最近 20 日沪深 300 指数上涨 4.16%。5 月北上资金净流入 558 亿元,较上月增加 32 亿元。净流入资金主要配置在食品饮料、银行和家电板块,分别净流入 154 亿元、107 亿元和 57 亿元。板块方面,国防军工、通信、汽车、食品饮料、化工、电子、计算机、非银金融板块分别领涨 10.97%、10.21%、9.78%、9.71%、8.82%、8.32%、8.06%、7.27%。

3.1.2 基金经理观点

我们认为,6 月市场将延续震荡,多空因素互搏,难有单边行情,但市场分化和结构行情将继续。

一方面,全球基本面持续复苏,继续支撑中国经济增长;加上政治局会议指出,21 年 Q1 的 GDP 增长低于潜在增速,且央行表示“珍惜正常的货币政策空间”,预计中国宏观政策短期加大收紧的可能性不大。另外,现在各地方明确强调金融系统风险由党政一把手负责,以确保金融系统稳定,导致银行继续收紧信贷的可能性在减小,预计这会促使社融增速边际改善。

另一方面,这次中国 PPI 向 CPI 的传导会比以往会更快,通常制造业的价格传导需要六个月或更长的时间,但这次只用了三个月;美国核心通胀的加速引发市场对联储缩减购债政策的预期升温,将造成资本市场动荡。

预计市场分化继续，结构性行情仍会是主基调，但板块轮动的持续性不高，因而应更加重视自下而上选择高景气度行业和公司，而不是自上而下做大范围的板块动态调配。重点考虑三个因素：（一）中长期时间维度上，行业的确定性要强。（二）长期业绩维持高增长。（三）由于机构化趋势，以及长期资金的流入，适当提高对部分板块的估值容忍度。基于此，新能源车产业链、医疗服务及医疗器械、消费细分赛道、景气中游板块和二三线龙头是配置的四个方向。

3.1.3 行业观点

新能源汽车

随着新能源渗透率的提升，以及来自欧洲和美国同步刺激，新能源汽车行业长期具有较大的增长空间，中国锂电中游行业竞争格局稳定，且未来也会出口供应海外，是很好的细分投资方向。行业近期排产强劲，预计下半年销售环比有望提升，相关公司业绩确定性极高。目前产业链相关公司估值较高，短期难以找到好的买点，需要继续等待好的买点出现，下半年 **EPS** 上调是板块核心驱动力，可以适当关注估值相对较低的锂电设备板块。

光伏

光伏行业长期成长空间大，但行业内卷严重，竞争格局不太稳定，产业链博弈会导致不同年份不同环节利润重新划分，适合做波段投资。今年核心关注上游供不应求的硅料环节。

医药

CXO 板块在高估值背景下进一步上涨，主要是会因为行业景气度高，受益于海外订单转移和国内创新药蓬勃发展，相关公司订单表现超预期；疫苗板块保持谨慎观点，主要原因是估值较高同时未来疫苗的能力大概率会往下走。

互联网

反垄断仍是互联网龙头今年主要的估值压力，加息周期同样不利于互联网板块估值扩张。今年是行业龙头公司投入大年，控制亏损范围有望提振估值。目前龙头企业估值已经较为合理，已回落到 30 倍 PE 以下，可以逐步配置。

电子硬件

由于芯片缺货，以及印度疫情持续发酵影响，市场普遍担忧 2Q21 手机销量增速下滑，对应上游供应链厂商砍单风险。展望后续，短期来看，终端客户的订单调整影响或逐步在于季度体现，同时镜头行业格局变化或导致部分产品 ASP 波动，将持续跟踪。中长期来看，光学市场需求向好、规格稳步升级的趋势不改。

游戏

行业并购投资加速，投资方向以出海为主，类型以休闲、竞技、策略、开放世界类为主，内容以年轻化、女性向、二次元主题为主。由于玩家对游戏品质要求提升导致买量激活成本近一年翻番，对中小游戏厂商造成净利润持续压缩的压力，另外版号批核收紧也会驱动行业进一步向头部集中。长期看好具有强研发能力的厂商，其未来的变现及盈利能力或被低估，导致目前估值承压。

餐饮

疫情反复导致餐饮业经营情况反复，中小餐饮因现金流压力倒闭，头部企业受益于供给收缩带来客单价提升，但开店接近饱和，单店盈利能力随着翻台率的下降和受损，同店收入波动且未出现预期中的大幅反弹。餐饮行业目前估值处于高位承压，建议等待调整到合适的时机再买入。

消费品

社零增速回落，必选消费品中服饰、饮料、烟酒增速靠前，可选消费品种珠宝、书报杂志、体育用品增速靠前。长期来看消费升级的逻辑

不变，线上消费渗透率提升成为行业趋势。目前消费品行业的整体估值偏高，建议关注具有刚性需求或恢复较快拉动业绩的细分领域。

3.2 固收市场观点：利率上行趋势不变，规避长久期

- ✧ 基于波动长期持续及美债利率上行预期，应规避长久期债券，且整体而言高收益评级仍将跑赢投资评级
- ✧ 在利率上行及融资趋紧的格局下，不同主体间分化将进一步加剧
- ✧ 若部分信用事件产生溢出效应，将使得资质相对较好主体出现跟跌回调，从而产生“捡漏”的配置机会。

3.2.1 债券市场回顾

名称	变动			
	20日	60日	120日	年初至今
债券市场				
2年期美国国债 (bps)	5.42	-6.62	0.65	25.95
5年期美国国债 (bps)	-0.21	-9.50	96.63	113.87
10年期美国国债 (bps)	-2.74	-3.57	67.00	67.70
Markit亚洲(除日本)投资级CDS指数(5年)(%)	0.11	31.60	44.74	42.56
JACI 亚洲美元债指数 (%)	0.35	1.19	0.30	-0.27
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	0.40	0.76	-0.70	-1.08
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	0.19	2.64	3.69	2.43
JACI 亚洲美元债信用利差 (%)	1.49	-0.80	-6.02	-3.92
JACI 亚洲投资级信用利差 (%)	1.25	3.03	-8.23	-6.56
JACI 亚洲高收益级信用利差 (%)	2.90	-0.63	-6.83	-0.05

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球) 选取整理, 截至 2021 年 6 月 8 日。

2021 年 5 月，摩根大通亚洲美元债指数上涨 0.48%，为其连续第二个月录得正回报（4 月上涨 0.15%），其中信用利差及美债收益率均对指数回报作出正贡献，上涨幅度均为 0.24%。分评级来看，投资级和高

收益总回报率分别为 0.38% 和 0.81%，高收益表现优于投资级，因高收益主权、类主权名字涨势喜人，其中斯里兰卡上涨 6.67%，年初至今已上涨 25.7%。虽然指数连续两个月录得正回报，但年初至今累计回报率仍为 -0.55%，投资级和高收益总回报率分别为 -1.48% 和 2.57%，受制于美债收益率的快速上行（年初至今上行 68bps），投资级表现滞后于高收益。

中资美元债方面，华融曲线的波动性有所下降，其市场溢出效应亦明显减弱，此前因避险情绪提升和美债收益率快速上行而产生的市场溢价推升配置力量进场，支撑市场企稳反弹。但各版块内部个券分化较大，如高收益地产板块中的蓝光、恒大、世茂、建业等受到信用事件或负面媒体报道影响，价格波动较大。从总回报来看，中资美元债 5 月总回报率为 0.42%，投资级和高收益总回报率分别为 0.35% 和 0.62%，高收益表现继续优于投资级。年初至今，中资美元债总回报率仍为 -0.48%，投资级和高收益总回报率分别为 -1.1% 和 1.17%，投资级表现滞后于高收益。

回顾 2021 年 1-5 月，中资美元债市场较为波动，我们认为影响市场的主要因素包括：1) 美债利率陡峭化上行；2) 美元流动性尚且充裕但存在边际收紧压力；3) 企业信用基本面担忧更多集中在融资收缩和分层叠加到期高峰，信用分化加剧，超预期信用事件频繁冲击市场；4) 2021 年以来因融资收缩和信用分化加剧，叠加信用事件的冲击，评级间利差重新拉宽，尤其资质较弱的单 B 档和 BB 档之间利差显著走扩。

3.2.2 基金经理观点

展望后市，我们认为前述影响中资美元债市场的部分因素料将持续，从而导致市场波动长期持续：1) 美债利率上行趋势难改——随着通胀压力的持续攀升、经济复苏程度接近疫情前水平，量化宽松刺激经济的必要性已大大降低，同时美国金融市场流动性过剩也意味着缩减购债规模及增加短期流动性回笼是较为合理的政策选择；虽然美债利率近

两个月保持相对稳定，并未出现进一步的上行，但一旦美联储开始考虑 taper，可能会引发美债利率的迅速调整，从而对中资美元债市场的流动性和风险偏好造成一定影响，因此需警惕美联储超预期退出宽松政策对风险偏好的压制；2) 信用风险萦绕——今年以来各类超预期信用风险事件对市场造成较大冲击，使得投资者风险规避情绪上升，具体信用事件包括但不限于 1 月华夏幸福爆雷，3-4 月业绩期部分企业业绩不佳/变脸（如禹洲、融信），4 月华融延迟刊发 2020 年年报、蓝光出售股权传闻，5 月蓝光信托逾期、建业地产股票跳水、金科实控人被申请成为被执行人、银保监会调查恒大与盛京银行关联交易；3) 一级融资跟随二级波动，融资分化加剧进一步对信用风险形成负反馈——由于 1 月下旬以来二级市场较为波动且部分企业进入业绩期，在年初发行放量后，2-3 月中资美元债发行整体放缓，较去年 2-3 月发行量同比下降 15%，净增量同比减少 47%，4 月发行和净增虽有边际恢复但较 2019 年同期相比仍较弱，5 月发行亦持续低于去年同期；其中地产板块方面，2020 年中以来地产调控政策层出不穷，但由于销售端及土地端热度均高，地产调控政策持续加码，各类融资渠道包括境内债、境外债和非标均有所收缩，银行贷款也存在集中度考核，2-4 月美元债净增量持续为负，内部融资分化持续，5 月美元债发行总量 57.15 亿美元，较 4 月的 26 亿美元及去年同期的 15.96 亿美元有所放量，但 5-6 月份为 2021 年内房地产美元债到期高峰，到期金额合计 78.2 亿美元，叠加 1-4 月美元债净增量持续为负，再融资压力将进一步对信用形成负反馈；4) 监管协调难度提升和市场化处置担忧——虽然监管部门的持续关注和协调会降低系统性信用风险暴露的可能，但监管协调并非“保刚兑”，在“金融防风险”、“地方政府债务风险防控”不动摇大前提下，协调难度加大，加之各方诉求不一致易加大摩擦，部分区域融资持续难以恢复的情况下，不排除会通过债务展期、折价回购等形式解决到期债务；今年以来，监管出台了较多政策，主要是规范发行人融资和市场化，其中对于信用风险处置的市场化原则，也引发境外投资者对于市场化处置的担忧。

基于波动长期持续以及美债利率上行的预期，我们认为不应拉长久期，且整体而言下半年高收益评级仍将跑赢投资评级。此外，在利率上行及融资趋紧的格局下，不同主体间分化将进一步加剧，资质较弱主体利差可能存在继续走扩的压力，而部分资质相对较好或处于改善中的主体在波动行情中可能存在一定配置机会；尤其若部分信用事件产生溢出效应，将使得资质相对较好主体亦出现跟跌回调，从而产生“捡漏”的配置机会。

境内人民币债券市场方面，10年期国债持续下行并突破了3.1%的关键点位，投资人虽一方面对债券利率是否继续下行持谨慎态度，但另一方面也面临一定程度的资产荒。从宏观的角度来看，之所以有资产荒，主要是因为中国的核心资产供给——城投和地产的融资开始受限和收缩。美国财政杠杆依然保持在高位，使得中国能够获得较高贸易顺差，而这个局面正好利于中国去杠杆。在宏观增长压力不大的情况下，政府对稳增长及财政支出的诉求有所回落，而对防范债务风险的诉求在提升，导致年初至今的政府债券发行格外缓慢。除了政府债券之外，广义政府融资——城投债融资也在压缩。今年以来，监管部门对城投债务风险管控的要求明显提升，而近期又有多项加强审核的要求，包括交易所出台新的审核规则、发行公司债需要经过证监会的同意等。受此影响，5月以来城投债净融资大幅回落，目前资金净流出规模仍在持续增加。除了政府及政府相关融资受限之外，地产行业融资受到的调控则更为严格。继去年8月监管部门出台“三条红线”新规、12月出台金融机构房地产贷款集中度管理制度之后，今年以来，执行层面看到地产有关融资的审查越发严格，包括核查贷款资金流向、上调房贷利率、放款审批流程延长、以及信托规模压降等。此外，由于永煤事件以来投资者信用风险偏好的回落和信仰的破灭，投资者对于资产更加谨慎，从而进一步加剧了资产荒。在资产供给减少的同时，投资者的配置需求仍处于“亟待释放”状态。年初至今，由于市场普遍对债市看空，投资人更多采取等待的策略，因此机构对债券的配置一直处于“欠配”状态。1-4月银行配置债券量仅为去年和前年同期的一半，后续或引发“抢配”。

因此，在关注利率波动风险的同时，目前收益率水平仍可积极配置，而在资产荒的局面下，各类利差可能很快被消灭。

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。