

全球资产展望-2021年8月

经济与政策角力 结构防御与总量回补并重

资产配置观点

- 上月，我们基于“联储酝酿购债缩减+经济阶段性滞涨”的宏观主题，增配美国国债以增加防御，同时做空欧元、澳元，并减配工业品以反映需求阶段性见顶。权益配置上则偏重美国股票，侧重科技、能源、新能源以及黄金等行业。中国股票方面，板块配置以景气度为主要线索并适当保持组合防御性。上月实际原油转跌，风险货币震荡下行，大中华股票在经济放缓和政策风险加大的作用下显著下跌，美股好于非美市场，与我们的配置观点基本相符。
- 本月战略配置将继续采用“中周期放缓”的宏观场景，增加组合的防御性并降低风险资产的配置比例。美国制造业 PMI 持续放缓但仍在荣枯线上方，劳动力市场也不断改善，预计美联储于 9 月正式讨论购债缩减计划，并于 12 月正式执行，预计将带来美元升值、商品回落、股市回调。中国方面，宏观紧缩已传导至实体经济，制造业景气度持续放缓，海外需求也在疫情加重的背景下有所减弱，叠加美联储将缩减购债规模，中期内风险资产可能受到较大压力。此外，美国撤离阿富汗以及阿富汗政权更替可能为中国周边地缘政治格局带来巨大变化，也会对中美竞争格局产生深远影响，同时可能对民主党在明年的中期选举形势产生不利影响，进而阻碍拜登政府的施政进度，这些都为美元、美国及新兴市场的资产配置增添更多变数。
- 本月战术配置仍基于“经济阶段性滞涨，美联储酝酿购债缩减计划”的宏观主题在结构上进行防御，但中国政治局会议释放政策兜底信号，Delta 病毒令欧美疫情再起考验联储收紧货币的决心，应同时准备总量上逢低进行战术性回补。继续降低风险资产的比例，并在结构上加强防御，侧重于美国资产，降低新兴市场配置。美股配置偏重公用事业、必选消费、医疗等防

御性板块，增配价值并降低成长和中小盘。同时做空美国国债和澳元、欧元来增加尾部风险对冲，继续减少商品配置。大中华股市方面，配置上更多选择政策支持或景气度较高的行业，超配方向主要为先进制造、基建、化工等板块，同时关注部分已跌出长期价值的互联网企业。

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	中配 (中配)	中配 (中配)
——成长	低配 (中配)	
——周期	低配 (低配)	
——价值	高配 (中配)	
——中小盘	低配 (低配)	
欧洲股票	低配 (低配)	低配 (低配)
新兴市场股票	低配 (低配)	低配 (低配)
大中华股票	中配 (中配)	低配 (中配)
——成长	中配 (中配)	
——周期	中配 (低配)	
——价值	中配 (中配)	
——中小盘	中配 (中配)	
美国信用债	低配 (低配)	中配 (中配)
——投资级	高配 (高配)	
——高收益	低配 (低配)	
亚洲美元债	低配 (低配)	中配 (中配)
——投资级	中配 (中配)	
——高收益	中配 (低配)	
工业品	低配 (低配)	中配 (中配)
——原油	中配 (中配)	
——铜	中配 (低配)	
风险货币	低配 (低配)	中配 (中配)
——欧元	低配 (低配)	
——澳元	低配 (低配)	
——加元	低配 (低配)	
——人民币	中配 (中配)	
防御资产		
利率债	高配 (高配)	中配 (中配)
——美国国债	低配 (低配)	
——中国国债	中配 (中配)	
贵金属	中配 (中配)	中配 (中配)
——黄金	中配 (中配)	
——白银	中配 (中配)	
避险货币	高配 (高配)	中配 (中配)
——美元	高配 (高配)	
——日元	高配 (高配)	
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

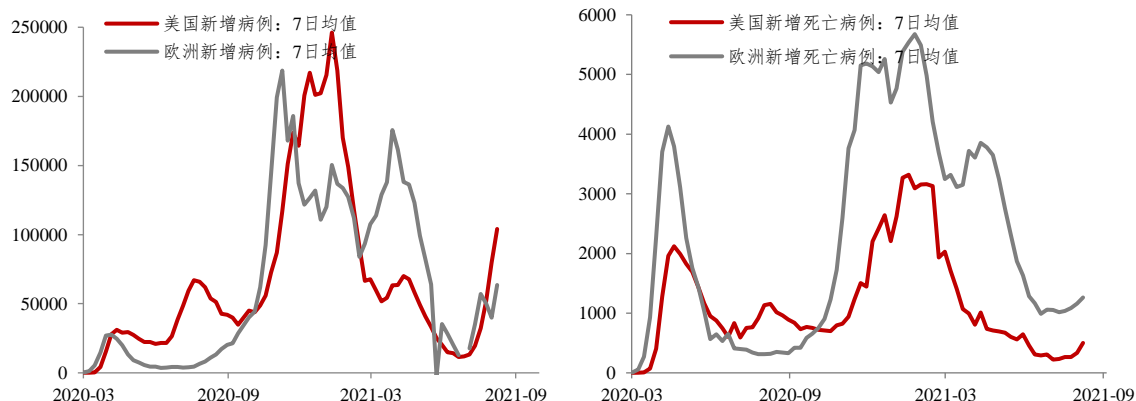
一、全球经济周期.....	3
1.1 海外宏观：发达国家制造业景气度已处于顶部区域，或将逐步进入中周期放缓	3
1.1.1 Delta 病毒株致使欧美疫情再起，但疫苗接种率处于较高水平压制死亡率和重症率	3
1.1.2 服务业复苏叠加劳动力市场供给矛盾趋缓，美国劳动力市场将进一步修复	4
1.1.3 发达国家制造业景气度开始放缓	5
1.2 国内宏观：货币政策持续宽松，信用扩张超预期放缓，经济基本面边际向下	5
1.2.1 实体融资需求放缓及政策收紧共同压制信用扩张，社融增速超预期放缓	6
1.2.2 出口支撑继续减弱，经济基本面修复持续放缓	7
1.2.3 PPI 已达顶部区域，非食品 CPI 继续上行，但暂不会对货币政策构成制约	7
二、大类资产展望.....	8
2.1 美债利率：就业市场修复提速，紧缩预期将推动美债收益率曲线趋陡	8
2.2 国内利率：宽松预期已被交易较为充分，叠加信用面与经济基本面和通胀并未形成共振，在当前关口追涨利率债性价比不高	10
三、市场观点.....	12
3.1 股票市场观点：以震荡整固为主	12
3.1.1 股票市场回顾	13
3.1.2 基金经理观点	15
3.2 固收市场观点：风险与机遇并存，保持谨慎乐观，维持投资评级久期中性，配置现金流稳健的短久期高收益	16
3.2.1 债券市场回顾	17
3.2.2 基金经理观点	18

一、全球经济周期

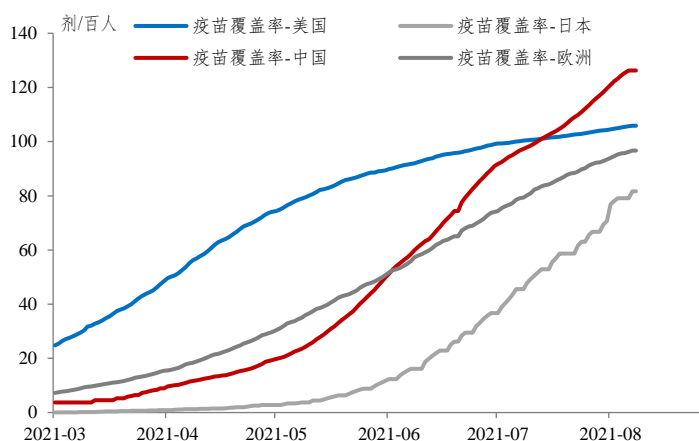
1.1 海外宏观：发达国家制造业景气度已处于顶部区域，或将逐步进入中周期放缓

1.1.1 Delta 病毒株致使欧美疫情再起，但疫苗接种率处于较高水平
压制死亡率和重症率

Delta 病毒株致使欧美疫情再起，美国 7 天日均新增确诊病例再次突破 10 万，但当前欧美国家疫苗接种率均处于较高水平，压制了确诊人群的死亡率和重症率，令医疗系统不至于崩溃。6 月开始，美国的疫苗接种速度已逐步放缓，但当前美、欧疫苗覆盖率都已达到 100 剂/百人，处于较高水平，日本的疫苗覆盖率也已近 80 剂/百人，中国疫苗覆盖率超 125 剂/百人，领先美欧日。



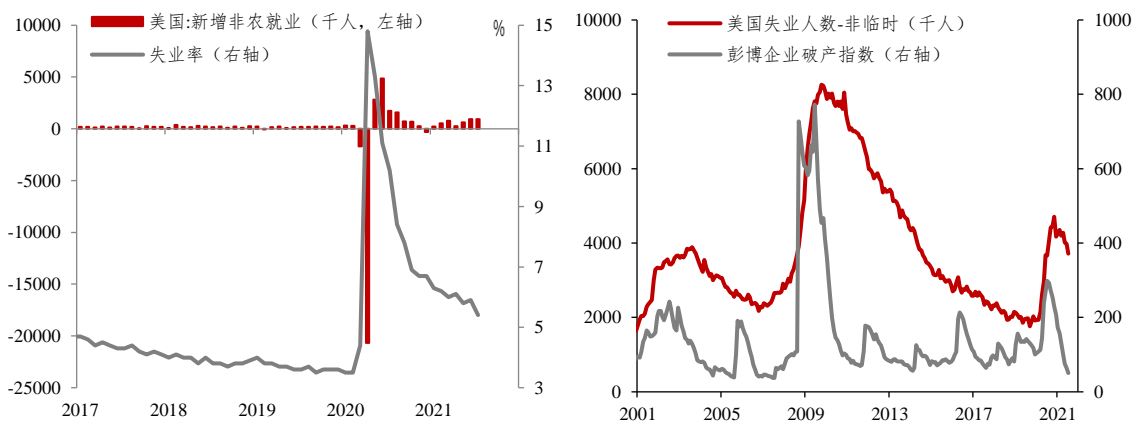
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 服务业复苏叠加劳动力市场供给矛盾趋缓,美国劳动力市场将进一步修复

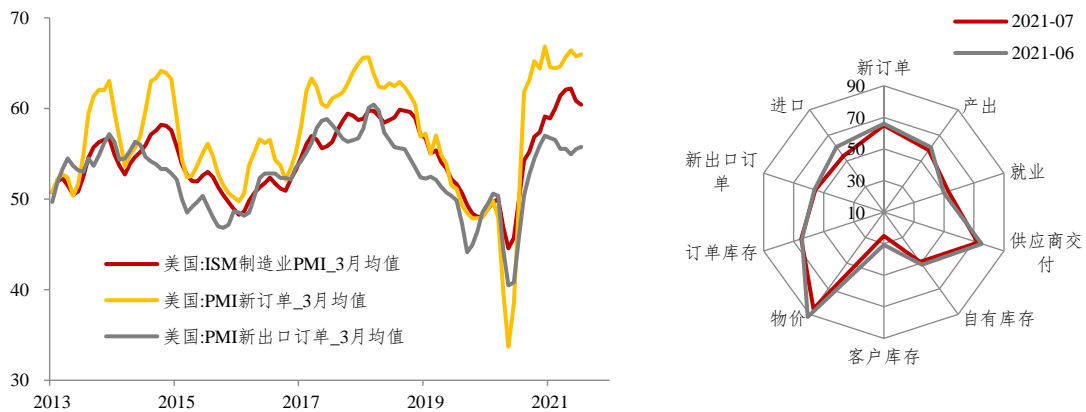
美国7月新增非农就业94.3万人,高于预期和前值,失业率也大幅下降至5.4%。休闲酒店、教育及仓储运输等服务业的快速修复仍是劳动力市场复苏的主要支撑力量。此外,小时工资环比上升0.4%,较之前有所回落,但仍显示企业用工需求旺盛,未来随着疫情补贴的逐步到期,美国劳动力市场的供给矛盾趋缓将进一步推动就业市场复苏。



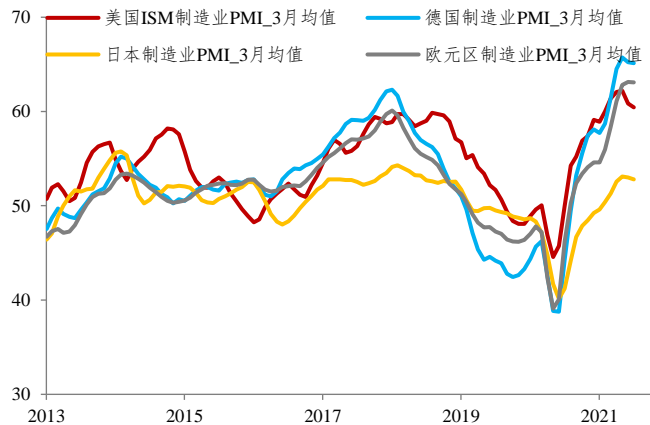
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.3 发达国家制造业景气度开始放缓

美国 7 月的 ISM 制造业 PMI 为 59.5，低于预期和前值，从趋势上看，美国制造业景气度已经开始下滑。由于疫情引起的周期错位，欧元区、德国和日本的制造业继续保持强劲复苏态势，但当前制造业 PMI 也已处于顶部区域，叠加 Delta 疫情提升了复苏风险，未来制造业景气度也将逐步下滑。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

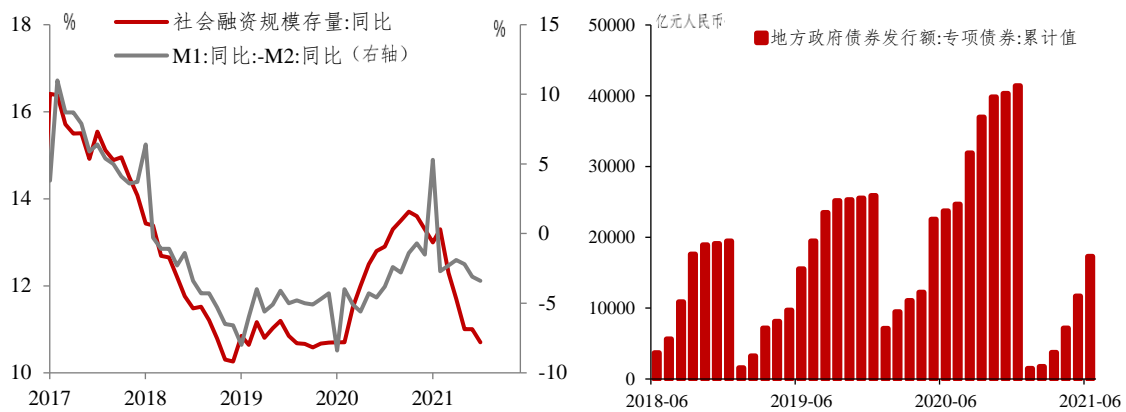


数据来源：Wind，工银资管（全球）

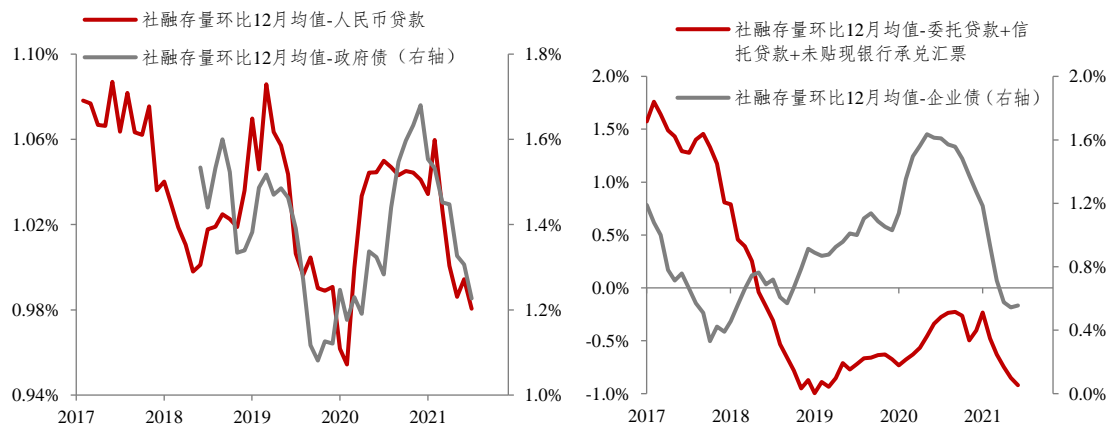
1.2 国内宏观：货币政策持续宽松，信用扩张超预期放缓，经济基本面边际向下

1.2.1 实体融资需求放缓及政策收紧共同压制信用扩张，社融增速超预期放缓

中国7月社融存量同比增10.7%，信用扩张出现超预期放缓，表内贷款、表外融资以及政府债券全面走弱。一方面，在政策收紧的大背景下，对地产及表外的严控压降了居民中长期贷款以及表外融资；另一方面，在全球经济中周期放缓的背景下，实体经济融资需求支撑力度明显减弱，导致企业中长期贷款增速下降。此外，政府债发行节奏依然偏慢，也拖累了社融增速。



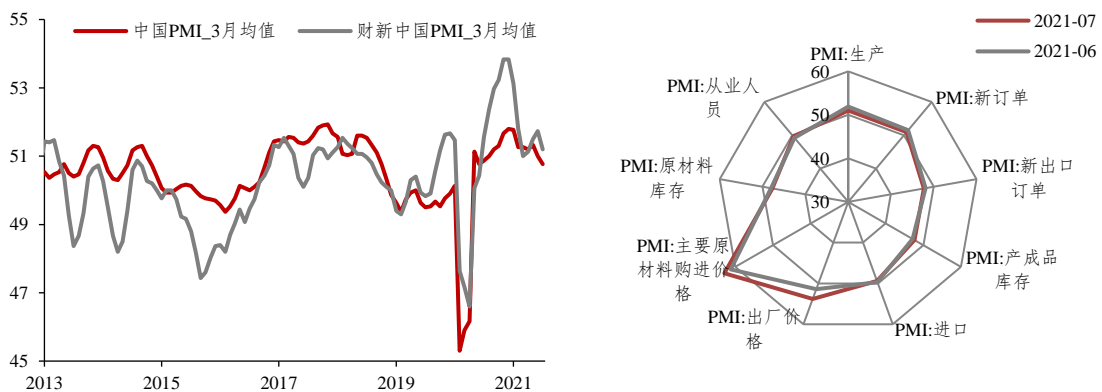
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



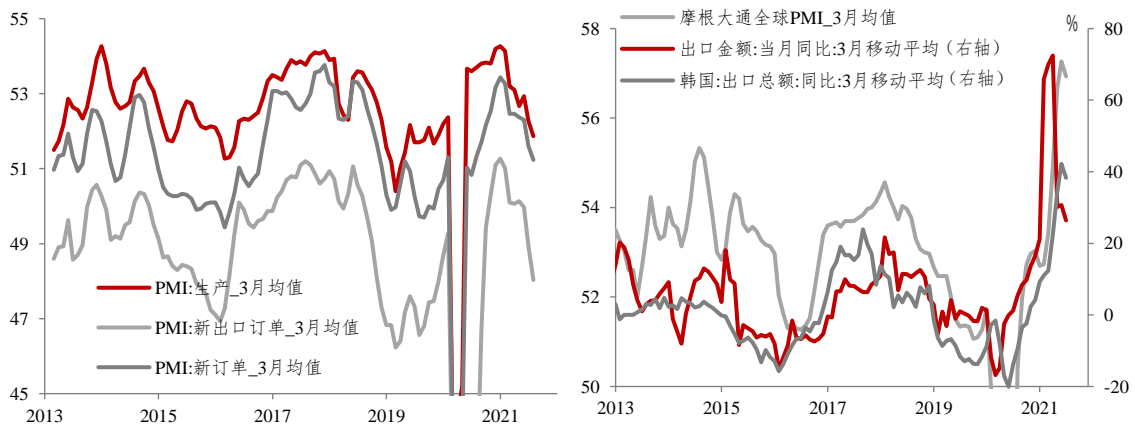
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 出口支撑继续减弱，经济基本面修复持续放缓

中国7月制造业PMI为50.4，继续下滑。从分项上看，除价格指数有明显上升外，表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单都出现明显下滑。从趋势来看，中国仍在持续复苏，但出口支撑已经明显减弱，未来经济基本面修复节奏将继续放缓。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

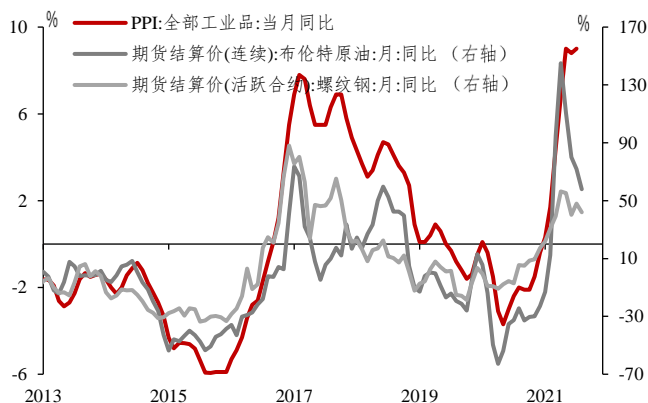


数据来源：Wind，工银资管（全球）

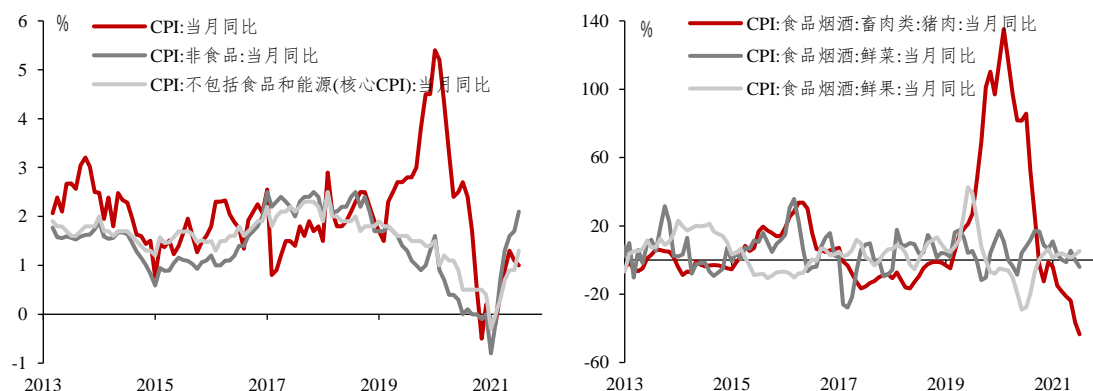
1.2.3 PPI 已达顶部区域，非食品 CPI 继续上行，但暂不会对货币政策构成制约

在基数效应下，大宗商品同比涨价幅度已经逐步放缓。虽然7月PPI同比略微上升，但根据我们的测算，国内PPI已达顶部区域，未来将

继续缓慢下行。国内 CPI 在猪肉和鲜菜的拖累下，同比增速降至 1%，但扣去食品项，不论是非食品 CPI 还是核心 CPI，都有明显上升，但 2.1% 和 1.3% 都尚不至于对货币政策构成制约。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



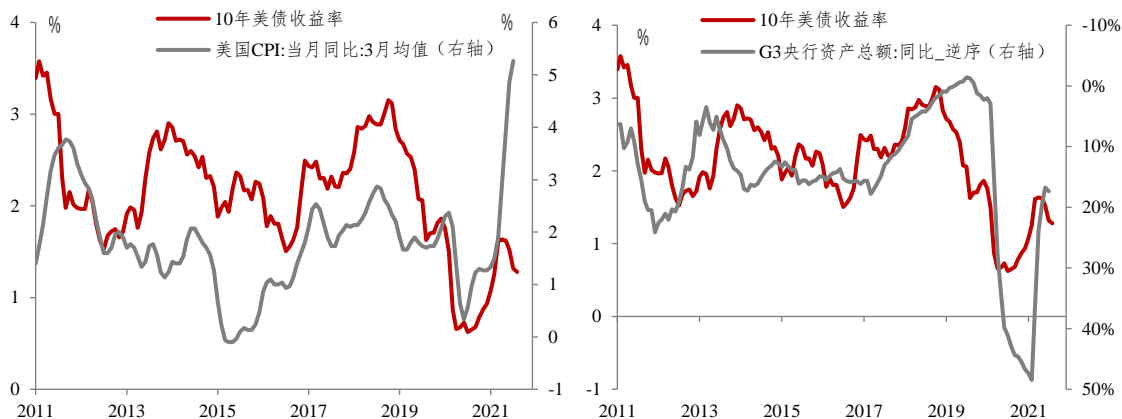
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

二、大类资产展望

2.1 美债利率: 就业市场修复提速, 紧缩预期将推动美债收益率曲线趋陡

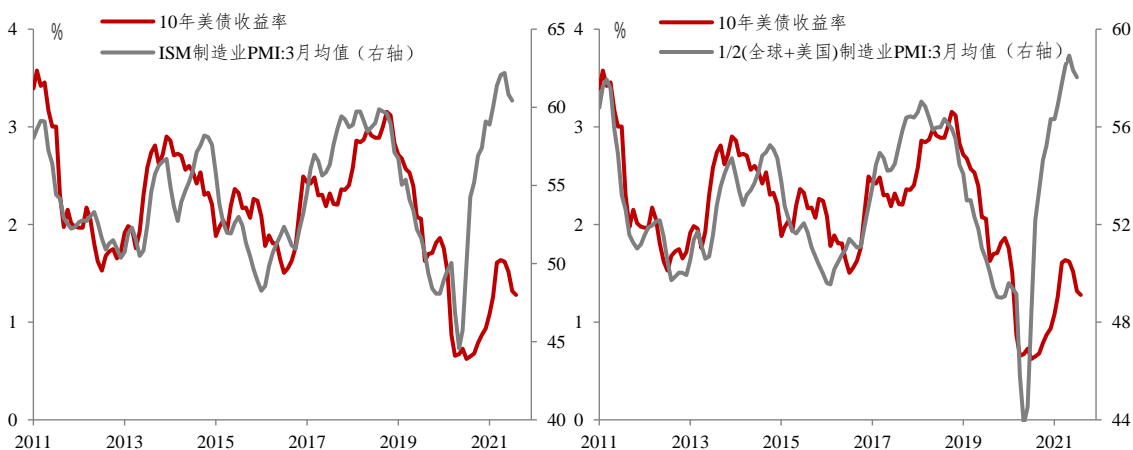
美国非农就业人数连续两个月新增近 100 万, 在服务业修复的推动下, 美国就业市场在经历了一段时间的疲软后开始出现加速复苏的迹象。小时工资环比虽较之前有所回落, 但仍处于较高水平, 显示企业用工需求旺盛, 未来随着疫情补贴的逐步到期, 预计美国劳动力市场

供给也有望得到进一步释放。此外，美国7月CPI环比增0.5%，虽然较之前已经出现下降，但仍处于历史较高水平，当前CPI同比已达5.4%。就业市场复苏叠加价格指数处于高位，都给美联储在今年年底缩减购债规模提供了支持。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

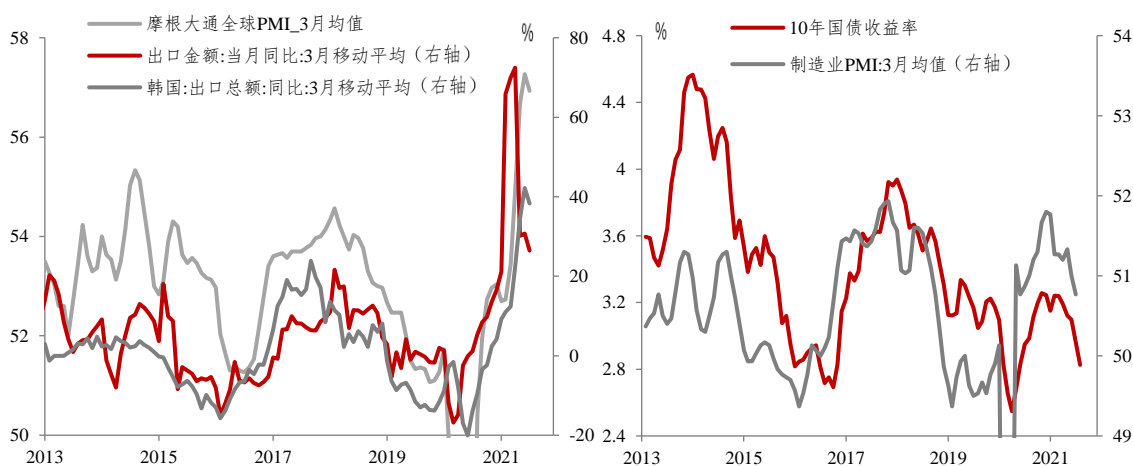
当前，美国ISM制造业PMI持续下滑与供给侧瓶颈带来的通胀并存，但劳动力市场加速改善可能令美联储不得不考虑缩减购债规模。随着美国就业市场修复提速，美联储缩减购债规模逐步临近。我们预计，美联储将在9月正式讨论购债缩减计划，并在12月开始执行相关操作，当前通胀预期下行及制造业景气放缓的市场逻辑可能让位于紧缩预期，并带来美国国债长端利率上行及美债收益率曲线陡峭化。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

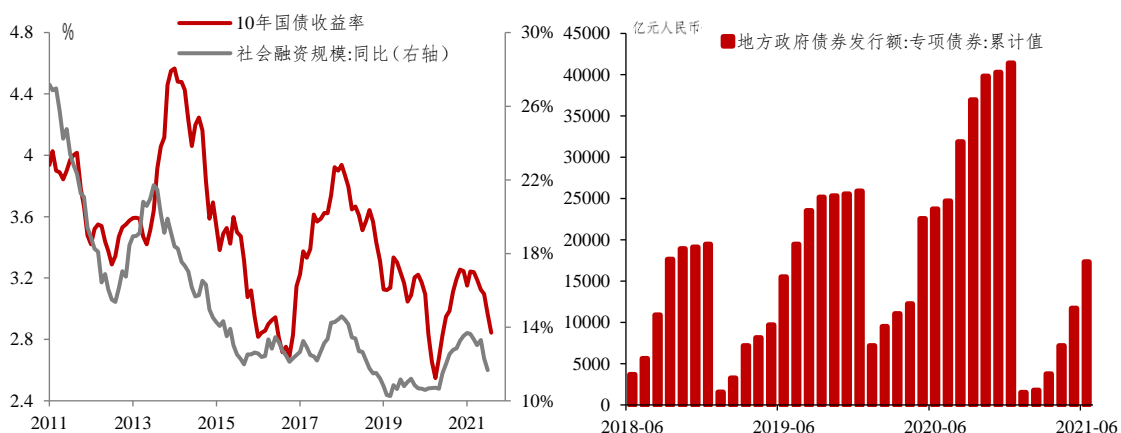
2.2 国内利率：宽松预期已被交易较为充分，叠加信用面与经济基本面和通胀并未形成共振，在当前关口追涨利率债性价比不高

从经济基本面维度看，制造业和出口景气度持续下滑，对长端利率形成压制。中国7月制造业PMI继续下滑，除价格指标有明显上升外，表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单都出现明显下滑。因此，鉴于当前经济基本面边际变化的拐点已得到确认，长端利率将受到经济基本面维度的压制。



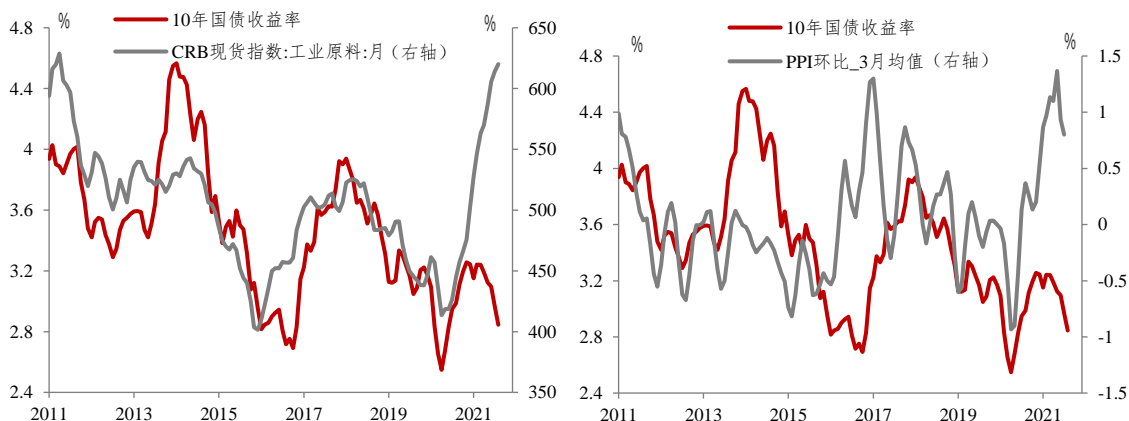
数据来源：Wind，工银资管（全球）

从信用维度看，未来信用收缩对长端利率的压制力度可能出现边际缓解。中国7月社融增速出现超预期放缓，表内贷款、表外融资以及政府债券全面走弱。经济下滑导致的实体经济融资需求下降、政府债发行节奏偏慢以及政策收紧带来的地产债融资及居民贷款增速的下滑等都是重要拖累。在实体融资已出现内生性收缩压力的情况下，信用收缩的趋势仍然存在，但在下半年政府债发行放量以及地产融资限制边际放松之后，相关拖累项也势必会有所好转。



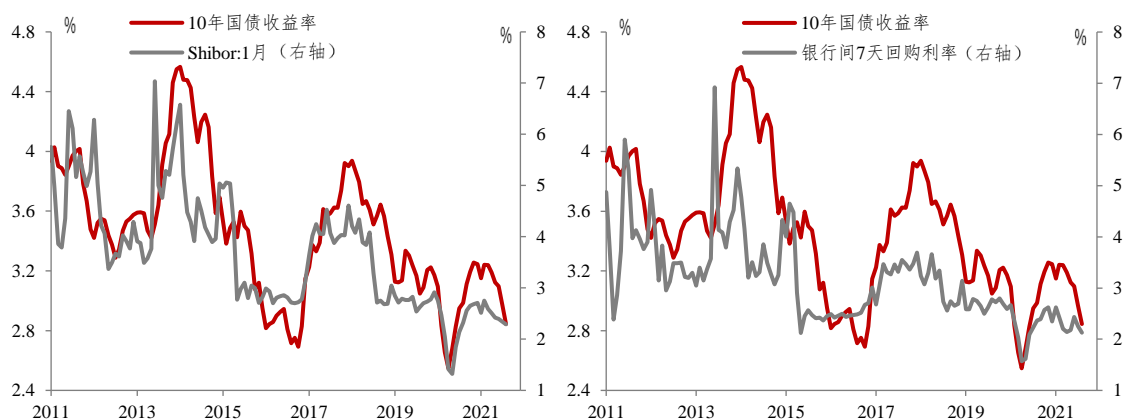
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从通胀维度看,债市对通胀的敏感度可能会有所下降。如前面所述,虽然7月PPI同比略微上升,但根据我们的测算,国内PPI已达顶部区域,未来将继续缓慢下行,而当前的非食品CPI和核心CPI都尚不至于对货币政策构成制约。

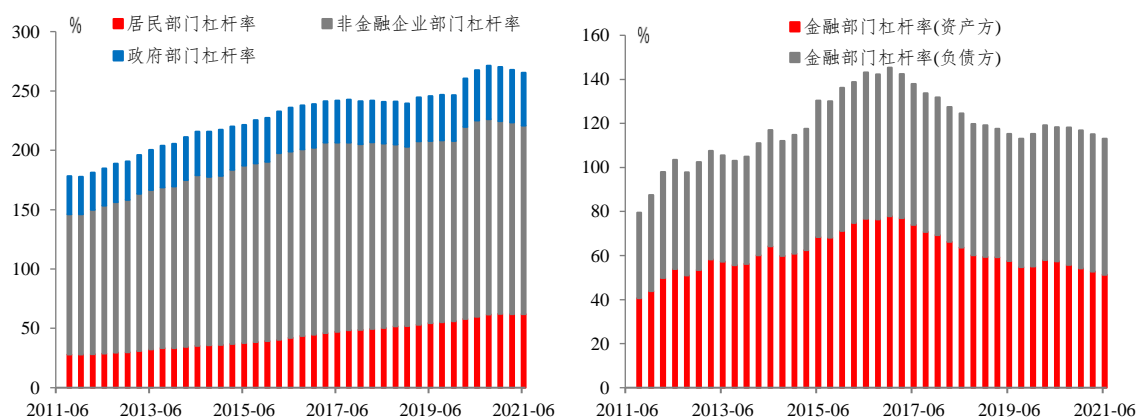


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从政策维度看,虽然央行在近期进行了全面降准,且不论是时点和宽松力度上均超预期,但由于我国当前的宏观杠杆率仍处于高位,并不具备大幅宽松的条件,国内利率也不具备大幅下行的基础。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

综合来看, 资金面在跨月后明显转松, 但 10 年国债利率已达 2.8% 的关键位置, 宽松预期已被市场交易较为充分, 叠加信用面与经济基本面和通胀并未形成共振。因此, 在当前关口追涨利率债的性价比已不高。

三、市场观点

3.1 股票市场观点: 以震荡整固为主

◇ 目前中港股市板块之间分化严重且对政策风向较为敏感, 政策扶持的产业不断上涨, 政策打压的行业则持续下跌。

◇ 上月政治局会议为未来一段时间投资指出了方向，配置上更多选择国家政策支持或景气度较高的行业，同时精选个股，超配方向主要为先进制造、基建、化工等板块，同时持续关注中国核心资产以及部分已跌出长期价值的互联网企业。

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	1.74	4.83	16.47	17.77
纳斯达克	1.04	5.60	9.47	14.01
MSCI 亚洲	-5.02	-4.38	-6.11	-1.95
MSCI 中国	-3.16	0.14	-1.35	1.64
恒生指数	-9.94	-8.45	-10.15	-4.37
恒生国企指数	-13.41	-13.81	-19.39	-13.41
恒生原材料业	12.87	7.13	23.06	31.78
恒生公用事业	3.59	5.13	11.22	11.63
恒生电讯业	-0.79	-4.27	-0.41	5.97
恒生综合业	-5.13	-8.74	6.54	10.13
恒生金融业	-5.46	-8.01	-5.96	-3.28
沪深 300	-8.00	-6.10	-11.19	-5.92
有色金属(申万)	29.43	32.07	36.74	45.38
钢铁(申万)	17.62	15.47	44.69	46.52
电气设备(申万)	12.83	35.40	30.67	40.43
国防军工(申万)	7.98	18.09	2.73	-4.33
化工(申万)	7.08	18.45	15.58	29.43
通信(申万)	6.93	15.30	5.56	-0.64
电子(申万)	6.04	18.74	13.77	17.86
采掘(申万)	3.91	11.20	25.42	19.41

资料来源: 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 7 月 31 日。

美股方面,标普 500 指数最近 20 日上涨 1.74%,纳斯达克升 1.04%,指数呈现先抑后扬走势,上半月市场主要反映德尔塔变异毒株在多地蔓延所引发的投资者对经济复苏势头受阻的担忧。美联储在 14 日表示通胀将会“反转”,未来将适时调整货币政策,并强调将保持当前购债规模,为经济提供支持,直到促进就业和稳定物价两个政策目标都取得实质性进展,随后美股开始反弹上涨,并再次创出新高。6 月 CPI 环比增 0.9%,较 5 月提升 0.3 个百分点。同比增长 5.4%,前值 5%。核心通胀环比增长 0.9%,较 5 月提升 0.2 个百分点,核心 CPI 同比增长 4.5%,前值 3.8%。板块方面,医疗、科技板块个股涨幅居前,其中 Moderna 20 日上涨 50%,跌幅较大的板块为能源、旅游等板块。

港股方面,最近 20 日恒生指数下跌 9.94%,恒生国企指数下跌 13.41%,恒生科技指数下跌 16.85%,主因投资者担忧中国加强各行业的监管,包括教育、互联网和房地产等多个与民生息息相关的行业。首先教育监管方面,7 月 20 日发布了《优生优育政策促进人口长期均衡发展的决定》,7 月 24 日的“双减意见”是对学科类培训监管规范的重磅出击,人民政协报评论为,优化生育政策从推倒影响生育意愿的一座座大山出发。医药生物方面,7 月份也在进一步增加对创新药的规范以及推动医保带量采购。互联网监管方面,“滴滴事件”自 7 月 4 日便开始逐步发酵;7 月 10 日国家互联网信息办公室发布《网络安全审查办法》的征求意见稿,进一步压实海外上市运营者的数据安全主体责任,做到“全程监管”,当天市场监管总局禁止虎牙和斗鱼两大游戏直播平台合并;7 月 12 日工信部发布了网络安全产业高质量发展三年行动计划的征求意见稿。7 月 26 日,七部委联合发布指导意见维护外卖送餐员权益,督促平台及第三方合作单位为其参加社会保险,并不得将“最严算法”作为考核要求,通过“算法取中”等方式,合理确定订单数量、准时率、在线率等考核要素,并适当放宽配送时限。板块方面,不受政策影响的原材料、公用事业板块涨幅居前,分别上涨 12.87%和 3.59%,受政策较大的信息科技、医疗保健、房地产跌幅居前,分别下跌 19.36%、16.69%、12.77%。

A 股方面，最近 20 日沪深 300 指数下跌 8.00%，创业板指数下跌 0.44%。本月 A 股走出极端分化行情，热门板块持续上涨，甚至出现过热迹象，而景气度较低和受政策影响的板块持续下跌。7 月与新能源有关的个股不断上涨，包括新能源车、光伏和风电等板块，一方面是 6 月新能源车销量表现超预期，另一方面是新能源相关的个股中报业绩较好。板块方面，有色金属、钢铁、电气设备、国防军工、化工、通信、电子、采掘分别领涨 29.43%、17.62%、12.83%、7.98%、7.08%、6.93%、6.04%、3.91%。

3.1.2 基金经理观点

8 月股市观点：市场仍处于消化强监管政策所带来的悲观情绪的阶段，部分高估值板块虽然景气度较高，但股价已充分反映，预计 8 月整体市场以震荡为主。

海外宏观方面，Delta 病毒致使欧美疫情再次恶化，但较高的疫苗接种率压制了死亡率和重症率。全球制造业方面，发达国家制造业景气度开始放缓。通胀方面，大宗商品价格同比回落，叠加薪资增速放缓，同时随着联储持续淡化通胀影响，令美国通胀预期回落。7 月美国非农就业数据大超预期，失业率也大幅下降，服务业修复叠加劳动力市场供给矛盾趋缓，将进一步推动美国就业市场复苏。此外，美国撤离阿富汗以及阿富汗政权更替可能为中国周边地缘政治格局带来巨大变化，也会对中美竞争格局产生深远影响，同时可能对民主党在明年的中期选举形势产生不利影响，进而阻碍拜登政府的施政进度，这些都为美元、美国及新兴市场的资产配置增添更多变数。

国内宏观方面，制造业 PMI 继续下滑，预计下半年宏观经济增速将持续放缓。CPI 在猪肉和鲜菜的拖累下，同比增速降至 1%，但非食品及核心 CPI 仍在上行。宏观政策基调稳字当头，货币政策较为宽松，市场资金面也在跨月后明显转松，10 年国债收益率已经降至 2.8% 的关

键点位。下半年预期差较大的地方在财政政策，基建投资有一定空间，财政发力将是主要看点。

投资策略

市场行情方面，目前板块之间分化严重，且对政策风向非常敏感，高景气度的板块高估值，政策扶持的产业不断上涨，政策打压的行业持续下跌，低景气度的板块股价不断创新低。

在海外购债缩减预期加强，中周期经济放缓以及国内宽货币、稳信用和基本面下滑的宏观背景下，市场风格整体偏好高景气赛道，同时对政策较为敏感。上月政治局会议也为未来一段时间投资指出了方向，未来配置上更多选择国家政策支持的行业，同时精选个股，超配方向主要为先进制造、基建、化工等板块。价值板块整体受益于经济复苏，易随美债利率反弹，但后续基本面支撑减弱，维持中性配置。对于本次受政策监管强化的互联网行业，目前估值已处于历史低位，虽然短期风险仍存，但长期投资价值已经出现。持续关注中国核心资产和优质龙头企业，整体来看，龙头仍然是各个行业最为优质的资产，存量经济下龙头竞争优势更加明显，龙头集中度将持续提升，因此仍然是最值得投资者关注和配置的资产。

3.2 固收市场观点：风险与机遇并存，保持谨慎乐观，维持投资评级久期中性，配置现金流稳健的短久期高收益

- ◇ 境内和境外仍存在多方面政策风险
- ◇ 对美元利率久期保持谨慎，中资投资级债利差偏窄，但一些企业和银行永续债仍有投资价值。
- ◇ 当前高收益地产板块虽然已具备了一定的投资价值，但可能未到抄底的时候，可配置现金流稳健的短久期高收益债。

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)	-6.37	2.45	7.46	6.38
5 年期美国国债 (bps)	-19.99	-15.65	27.03	32.96
10 年期美国国债 (bps)	-24.49	-40.37	15.68	30.83
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (bps)	8.34	10.44	30.56	35.09
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-0.42	0.50	-0.54	-0.54
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	0.54	1.89	0.04	0.00
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-3.64	-4.08	-2.54	-2.40
JACI 亚洲美元债信用利差 (bps)	7.24	10.08	6.54	4.22
JACI 亚洲投资级信用利差 (bps)	3.28	3.20	-0.96	-4.86
JACI 亚洲高收益级信用利差 (bps)	19.48	27.71	23.84	24.51

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截至 2021 年 7 月 31 日

信用风险层面, 无论是从宏观还是微观角度来看, 7 月市场跌宕起伏。2021 年 7 月, 摩根大通亚洲美元债指数下跌 0.42%, 年初至今指数下跌 0.54%。其中信用利差下跌将近 1.34%; 而美债收益率对指数回报作出正贡献, 上涨幅度为 0.94%。分评级来看, 主要由于高收益级的下跌幅度较大所拖累; 7 月投资级和高收益总回报率分别为+0.54%和-3.64%, 其中高收益单 B 名字下滑 9.47%。分国别来看, 占指数比重 49%的中国名字下跌 1.03%, 幅度较大。

从总回报来看, 中资美元债 7 月总回报率为-1.22%, 投资级和高收益总回报率分别为 0.48%和-5.77%, 投资级表现继续优于高收益。年初至今, 中资美元债总回报率为-1.80%, 投资级和高收益总回报率分别为 0.18%和-7.06%, 投资级年初至今仍能录得正增长。

中资投资级方面, 针对于互联网科技公司展开的反垄断、数据安全等方面的调查及监管, 以及针对于教育行业的“双减”政策等一系列

监管措施使得相关公司的经营模式受到了冲击。相反，其他非新兴经济企业（如工业、银行、城投等）并没有受到相关政策的影响。

中资高收益方面，高收益债券整个7月承压较重，尤以房地产企业债券为主。受宏观消息刺激、以及单个公司的负面消息影响，高收益房地产板块在负面信息的强化下表现较差，引发投资者担忧，全月回撤9.24%，接近2020年3月份市场因担心新冠病毒对经济带来影响下的市场大规模波动。从利差的角度来看，板块利差整体拉宽132bps，低评级名字领跌，其中B评级名字拉宽311bps。

美国国债收益率在7月对亚洲美元债市起到一定程度的支撑，十年期国债收益率从1.47%到1.22%，下跌25bps；五年期国债收益率从0.89%到0.69%，下跌20bps。

3.2.2 基金经理观点

展望后市，风险和机遇并存。风险主要包括美联储减量信号，中国对“新经济”行业的监管，以及个别高杠杆中资地产企业的现金流动性风险。机遇主要包括中资高收益板块前期受政策以及个别房地产企业信用事件波及而大幅下跌后的投资价值显现。其中，美联储减量政策将与市场充分沟通，对市场冲击幅度可控。

投资级中资美元债

教育、互联网行业的投资级中资美元债受新规的影响，信用利差走宽，但整体上看，投资级中资美元债信用利差仍较窄。其次，10年期美债利率7月末收于1.22%，就经济基本面状况来看，利率已处于较低水平。此外，美国货币政策制定者释放出提前结束量化宽松的信号，“缩表”不止会提振美债收益率，也可能压低当下过剩的美元流动性。因此，我们对投资级中资美元债持谨慎态度。

不过，优质标的的供需不均衡仍利好投资级中资美元债，且对于一些投资级名字来说，新的监管政策虽会使得部分发行人/担保主体的企

业经营费用在短期增加，但对企业的长期经营影响有限。因此，负面新闻虽可能导致部分投资级名字的卖盘增加，但对大多数名字影响有限。此外，我们认为一些企业永续债和银行 AT1 的风险回报比仍具有一定吸引力。

高收益中资美元债

在政策收紧以及恒大信用事件的影响下，7 月 IBOXX 美元中国高收益回撤达到 -5.77%，IBOXX 美元中国地产高收益 7 月回撤达到 -9.24%。

现阶段中央及地方政府对地产行业的高压政策仍未放松，个别房地产企业的庞大债务问题有待解决，这些因素都对该板块的整体估值有一定压制。但经过此轮价格下跌，部分高收益地产美元债已具有一定投资价值，可选择性增加基本面稳健的中资地产债进行配置。

中国境内市场

通胀担忧的高峰期已过，由于 Delta 变异病毒在境内外传播，市场转而开始担忧经济增长。政府严格执行“房住不炒”的政策很有可能将持续对房地产相关行业产生影响，或进一步压制经济复苏的力度。7 月中央政治局会议的基调偏稳增长，预计货币政策在短期将保持灵活适度。当前绝大部分利率都处于历史较低水平，中国国债收益率不太可能会有较大上涨，我们倾向于在利率回调期间逐步提高组合的配置久期。

人民币汇率方面，美联储缩减量化宽松政策，中国制造业增长受疫情反复及地产紧信用等因素的影响，人民币相对于美元可能在未来一段时间宽幅震荡。此外，中国国债和美国国债的利差收窄，亦消减了人民币升值的压力。

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。