

全球资产展望-2021年9月

政策兜底 股市下半场还有机会

资产配置观点

- 上月，我们基于“经济阶段性滞涨，美联储酝酿购债缩减计划”的宏观主题，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，同时做空美国国债和澳元、欧元来增加尾部风险对冲，减少商品配置，大中华股市配置上则更多选择政策支持或景气度较高的行业。上月实际美股强于非美市场，大中华股市持续震荡，工业品和风险货币先跌后升，美债收益率震荡向上，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，仍保持组合的防御性。美国 ISM 制造业 PMI 仍处于下降趋势中，经济增速边际下滑与供给瓶颈带来的通胀并存，Delta 疫情短期冲击就业但不改中期改善方向，美联储可能进行“鸽派收紧”，预计年内正式宣布缩减购债规模，12月开始执行，市场相关预期已经非常充分。此外，中国政策兜底叠加 Delta 疫情对经济影响边际下降，美国经济整体仍处于扩张周期，公司盈利快速增长已部分抵消美股估值泡沫，预计回调空间不大。如果劳动力市场继续改善，购债缩减对美债利率的影响可能更为显著。今年以来，大中华股市在信用紧缩的压制下，大量股票处于低估状态，如果政策开始适度放松，基建、地产、机械等优质价值股可能面临重估，中国资产的涨幅可能超越美国资产。
- 本月战术配置基于“美联储鸽派收紧+中国政策兜底”的宏观主题，在结构上侧重非美资产和股票，增加新兴市场，特别是港股和 A 股的比重。美股配置偏重工业、原材料、能源、非必选、银行等兼具价值和周期的进攻板块，风格上偏重价值和中小盘。大中华股市方面，配置上继续选择政策支持或景气度较高的行业，并开始布局低估值版块，超配方向主要为先进制造、金融地产、供给受限的周期品、医药以及

部分新能源相关的公用事业股。做空美国国债，做多澳元、欧元，对商品进行中性配置。

资产类别	资产配置观点	
	1-6个月 (上月)	1-2年 (上月)
风险资产		
美国股票	中配 (中)	中配 (中)
——成长	低配 (下)	
——周期	中配 (下)	
——价值	高配 (上)	
——中小盘	高配 (下)	
欧洲股票	中配 (下)	低配 (下)
新兴市场股票	中配 (下)	低配 (下)
大中华股票	高配 (中)	中配 (下)
——成长	中配 (中)	
——周期	高配 (中)	
——价值	高配 (中)	
——中小盘	中配 (中)	
美国信用债	低配 (下)	中配 (中)
——投资级	高配 (上)	
——高收益	低配 (下)	
亚洲美元债	低配 (下)	中配 (中)
——投资级	中配 (中)	
——高收益	中配 (中)	
工业品	中配 (下)	中配 (中)
——原油	中配 (中)	
——铜	中配 (中)	
风险货币	中配 (下)	中配 (中)
——欧元	中配 (下)	
——澳元	中配 (下)	
——加元	中配 (下)	
——人民币	高配 (中)	
防御资产		
利率债	中配 (上)	中配 (中)
——美国国债	低配 (下)	
——中国国债	中配 (中)	
贵金属	中配 (中)	中配 (中)
——黄金	中配 (中)	
——白银	中配 (中)	
避险货币	中配 (上)	中配 (中)
——美元	中配 (上)	
——日元	中配 (上)	
高配 ↑	中配 中	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

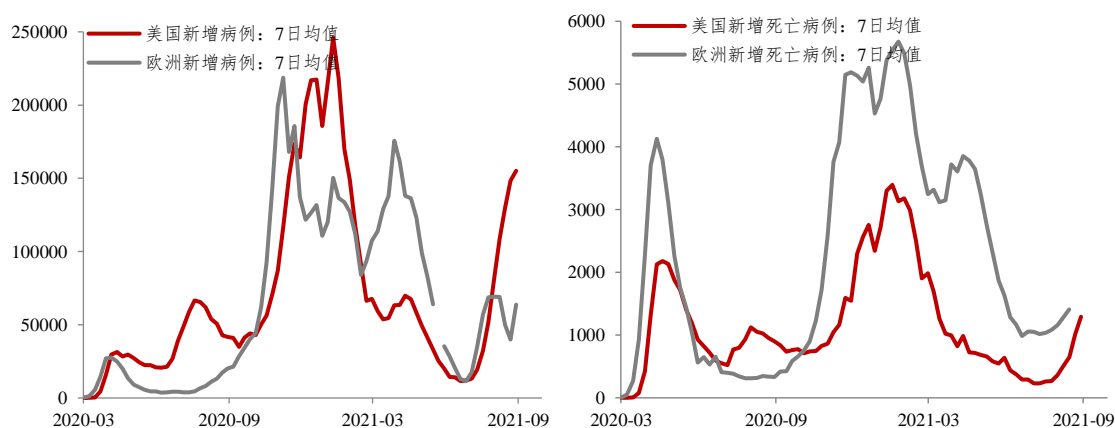
一、全球经济周期.....	3
1.1 海外宏观：发达国家制造业景气度已处于顶部区域，将逐步进入中周期放缓 . 3	
1.1.1 Delta 病毒株致使欧美疫情再起，但较高疫苗接种水平压制死亡和重症率	3
1.1.2 受 Delta 疫情影响，服务业就业增长放缓，美国新增非农就业大幅低于预期	4
1.1.3 发达国家制造业景气度已处于顶部区域	5
1.2 国内宏观：货币政策持续宽松，信用扩张超预期放缓，经济基本面边际向下 . 5	
1.2.1 实体融资需求放缓及政策收紧共同压制社融增速，但 730 政治局会议的“稳信用”导向明确，未来信用收缩将边际改善	6
1.2.2 中国制造业景气度仍在继续下滑	7
1.2.3 非食品 CPI 略有下降，暂不会对货币政策构成制约	8
二、大类资产展望.....	8
2.1 美债利率：受 Delta 疫情影响，下月非农数据可能仍会承压，但不改就业市场改善方向，紧缩预期仍将在中期推动美国长债收益率向上.....	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，长端利率下行空间有限	10
三、市场观点.....	13
3.1 股票市场观点：预计后市震荡向上，策略重在结构.....	13
3.1.1 股票市场回顾	14
3.1.2 基金经理观点	16
3.1.3 行业策略	17
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，谨慎配置现金流稳健的短久期高收益	18
3.2.1 债券市场回顾	18
3.2.2 基金经理观点	19

一、全球经济周期

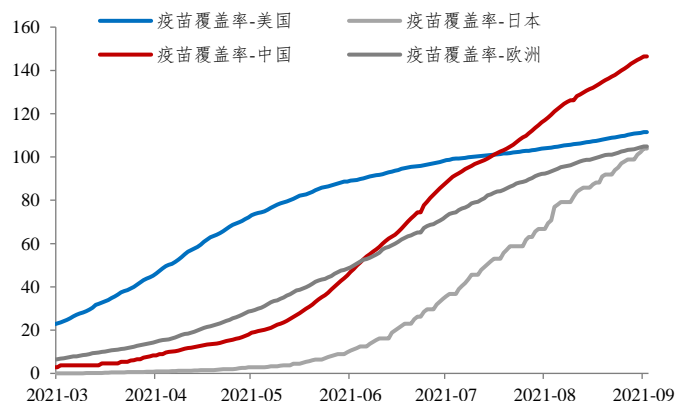
1.1 海外宏观：发达国家制造业景气度已处于顶部区域，将逐步进入中周期放缓

1.1.1 Delta 病毒株致使欧美疫情再起，但较高疫苗接种水平压制死亡和重症率

Delta 疫情再起令美国 7 天日均新增病例再次突破 15 万，但高疫苗接种率对重症和死亡率仍有一定压制作用。6 月开始，美国的疫苗接种速度逐步放缓，未能在美国国庆前达到 70% 的两剂接种率，但当前美、欧、日疫苗接种都已超过 100 剂/百人，中国的疫苗接种率已超 140 剂/百人，领先美欧日。



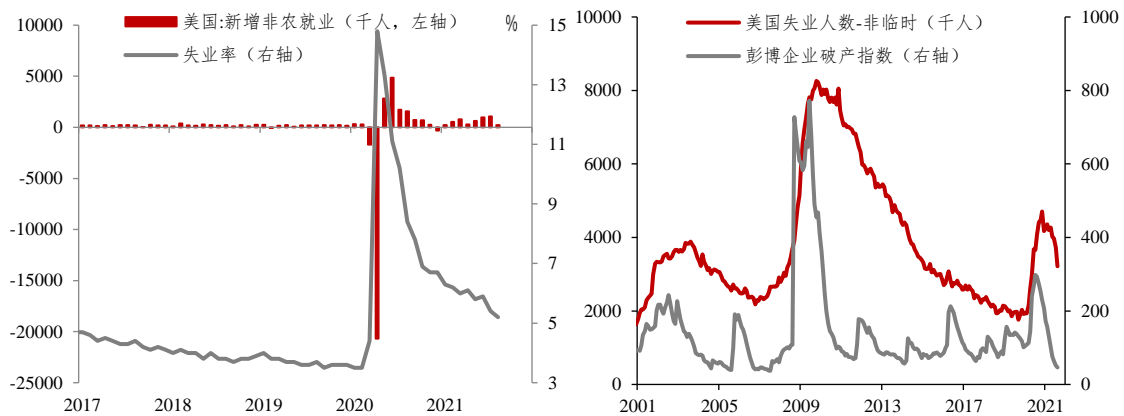
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

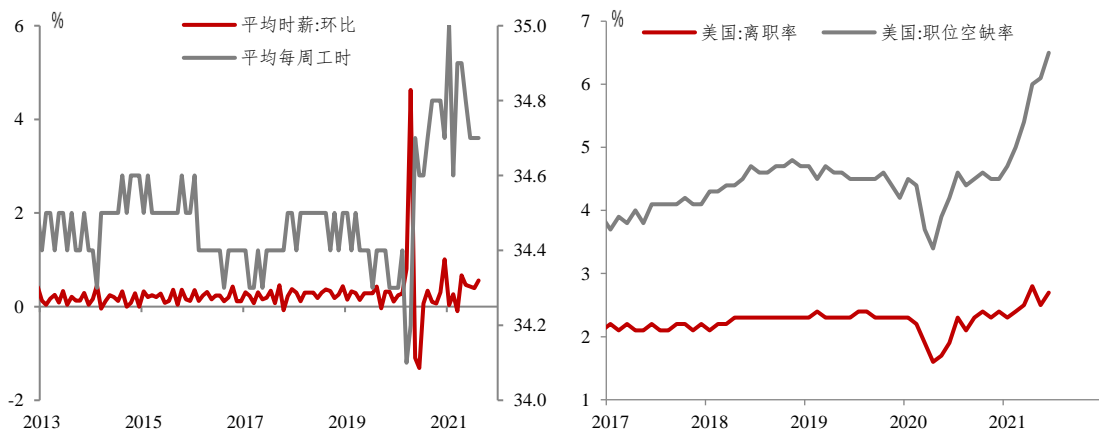
1.1.2 受 Delta 疫情影响，服务业就业增长放缓，美国新增非农就业大幅低于预期

受 Delta 疫情影响，美国 8 月新增非农就业仅 23.5 万人，大幅低于预期和前值，休闲酒店、零售、批发等服务业的就业增长停滞是主要拖累。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

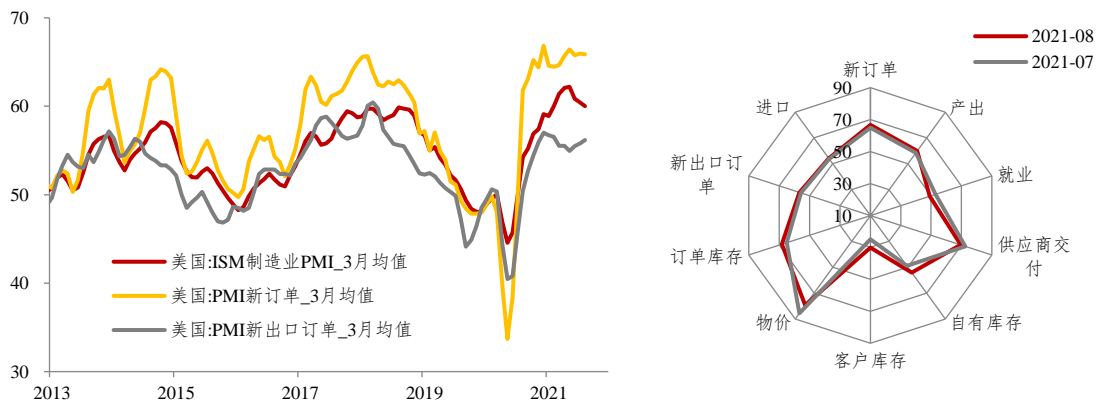
不过，小时工资环比上升 0.6%，叠加美国职位空缺率持续上行，显示企业用工需求仍然旺盛，未来随着经济逐步修复以及疫情失业补助的到期，美国劳动力市场的供给也将得到持续释放，而供给矛盾趋缓也将为就业市场的持续复苏铺平道路。



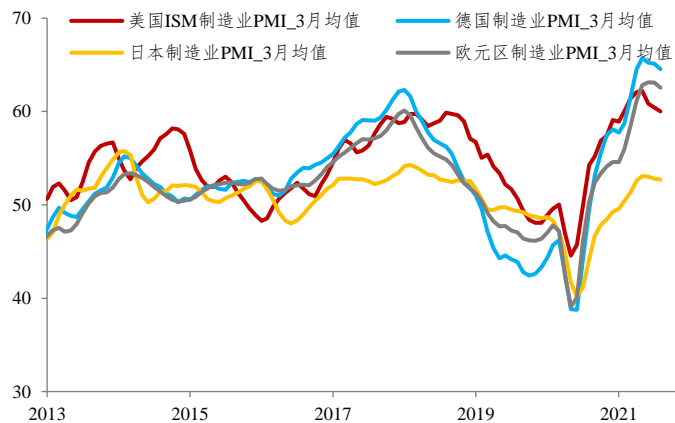
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.3 发达国家制造业景气度已处于顶部区域

美国 8 月的 ISM 制造业 PMI 为 59.9，高于预期和前值，从 3 月均值来看，美国制造业 PMI 仍在下滑，但下滑幅度放缓。欧元区、德国和日本的制造业景气度已开始出现明显下降，当前发达国家制造业景气度已处于顶部区域，预计将继续放缓。



数据来源：Wind，工银资管（全球）



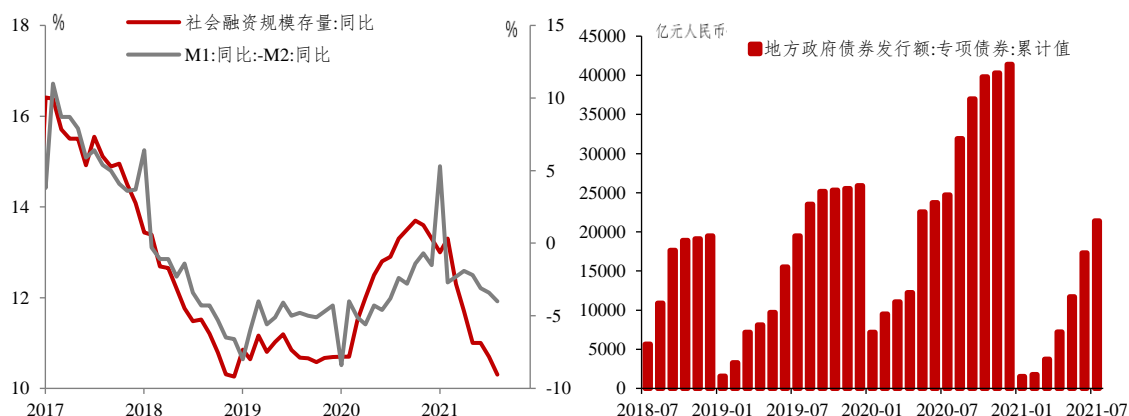
数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.2 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

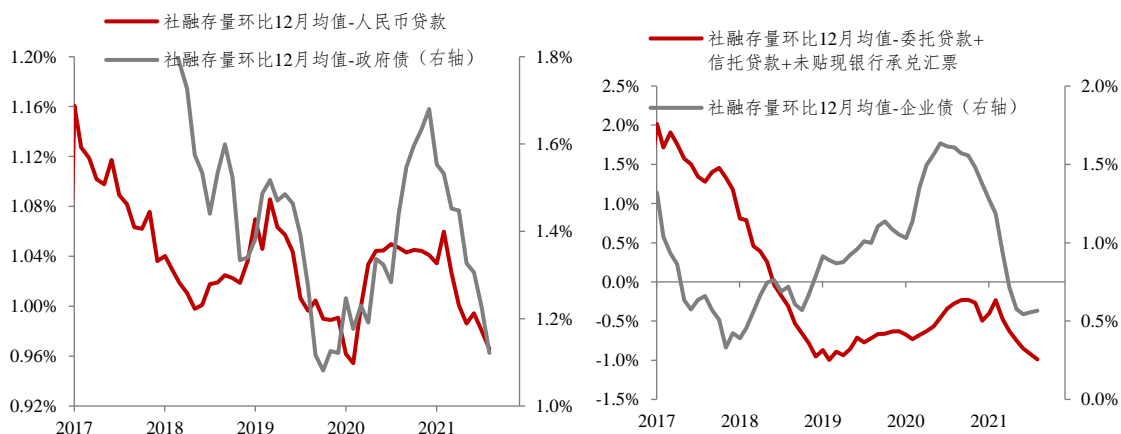
1.2.1 实体融资需求放缓及政策收紧共同压制社融增速，但 730 政治局会议的“稳信用”导向明确，未来信用收缩将边际改善

中国 8 月社融增速持续放缓，表内贷款、表外融资以及政府债券全面走弱。经济景气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、地产销售下降和居民中长期贷款增速的下滑等都是重要拖累。此外，部分地区疫情加重带来居民旅游消费意愿下降也对短期贷款构成压力。

在实体融资已出现内生性收缩压力的情况下，信用收缩趋势短期仍将持续，但与此同时，730 政治局会议将“保增长”放在了更重要的位置上，稳基建的导向明确，因此，下半年政府债发行放量以及政策限制边际放松之后，相关拖累项也势必会有所好转。



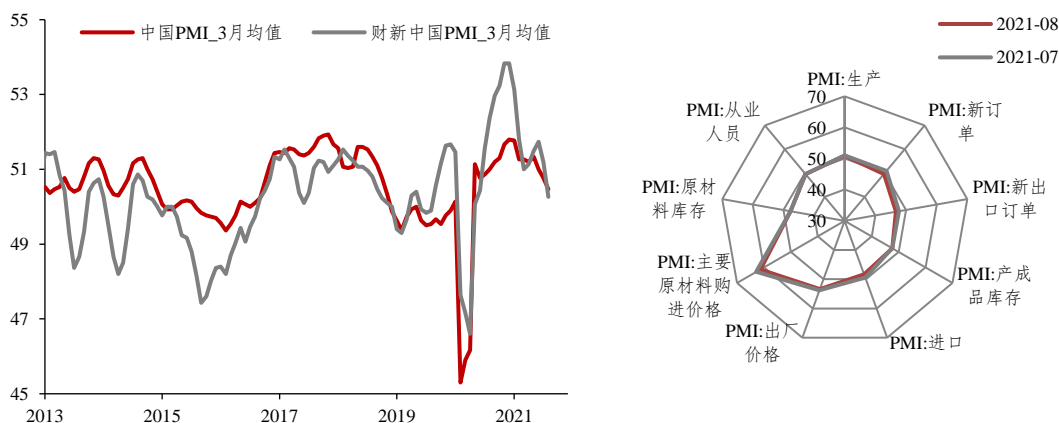
数据来源：Wind，工银资管（全球）



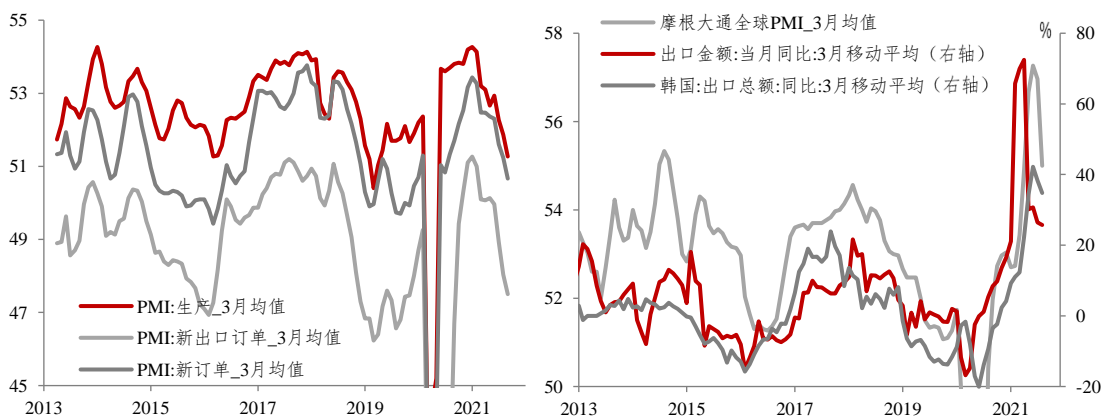
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 中国制造业景气度仍在继续下滑

中国 8 月中采制造业 PMI 下滑至 50.1, 财新制造业 PMI 下滑至继续下滑。从分项上看, 表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单全面回落, 显示中国内生经济增长动能放缓。从趋势来看, 中国仍在持续复苏, 在内生经济动能下降的情况下, 未来经济基本面修复节奏将继续放缓。



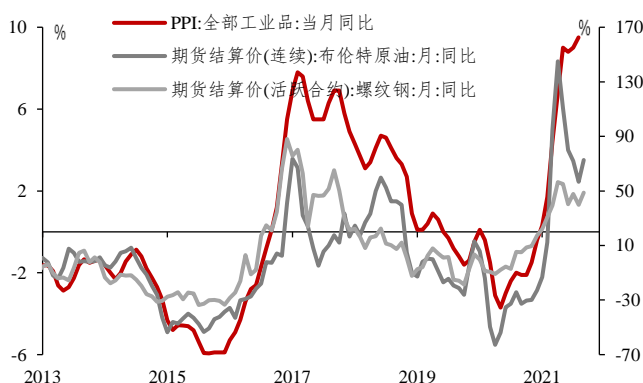
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



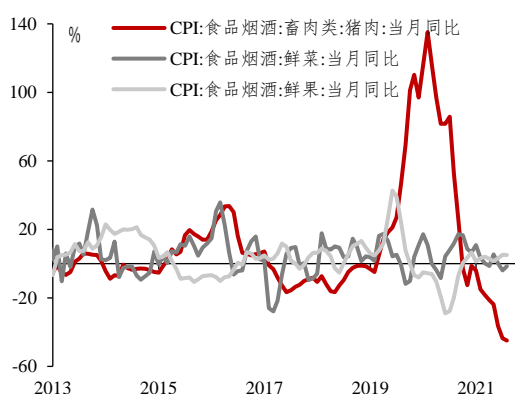
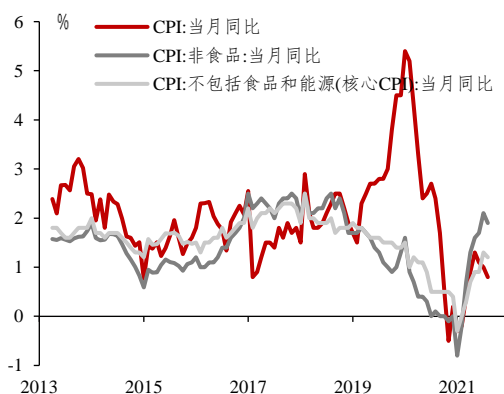
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.3 非食品 CPI 略有下降，暂不会对货币政策构成制约

8 月国内 CPI 在猪肉和鲜菜的拖累下，同比增速降至 0.8%，但猪肉和鲜菜的下滑速度已经开始放缓。扣去食品项后，不论是非食品 CPI 还是核心 CPI，都有略有下降，暂不至于对货币政策构成制约。工业品价格在供给受限的逻辑下继续上涨，推动 PPI 同比继续向上。



数据来源：Wind，工银资管（全球）



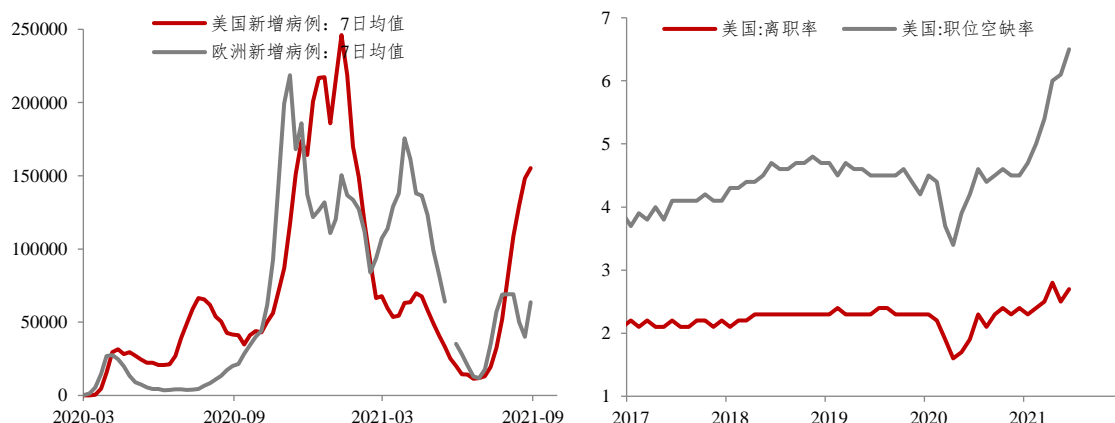
数据来源：Wind，工银资管（全球）

二、大类资产展望

2.1 美债利率：受 Delta 疫情影响，下月非农数据可能仍会承压，但不改就业市场改善方向，紧缩预期仍将在中期推动美国长债收益率向上

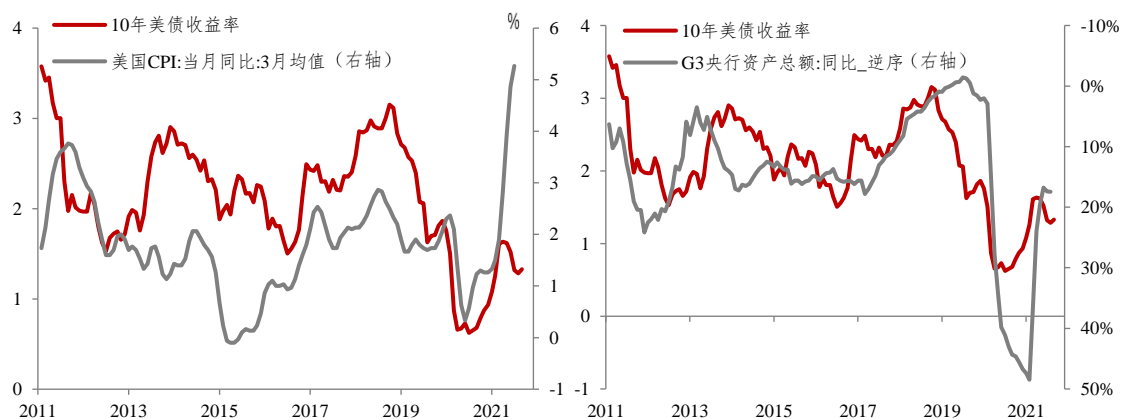
受 Delta 疫情影响，美国 8 月新增非农就业人数跳水，仅增 23.5 万人，大幅低于预期和前值，休闲酒店、零售、批发等服务业的就业增长停滞是主要拖累。不过，美国新增确诊病例的增加速度已经开始出现见顶迹象，但由于 9 月非农数据的采样日期集中于 8 月下旬和 9 月中上旬。因此，我们预计美国就业市场将在中期维度加速修复，但 9 月非农就业数据可能仍会承压。

此外，小时工资环比继续上升，叠加美国 7 月职位空缺率升至历史高位，显示企业用工需求仍然旺盛，未来随着经济逐步修复以及疫情失业补助的到期，美国劳动力市场的供给也将得到持续释放。



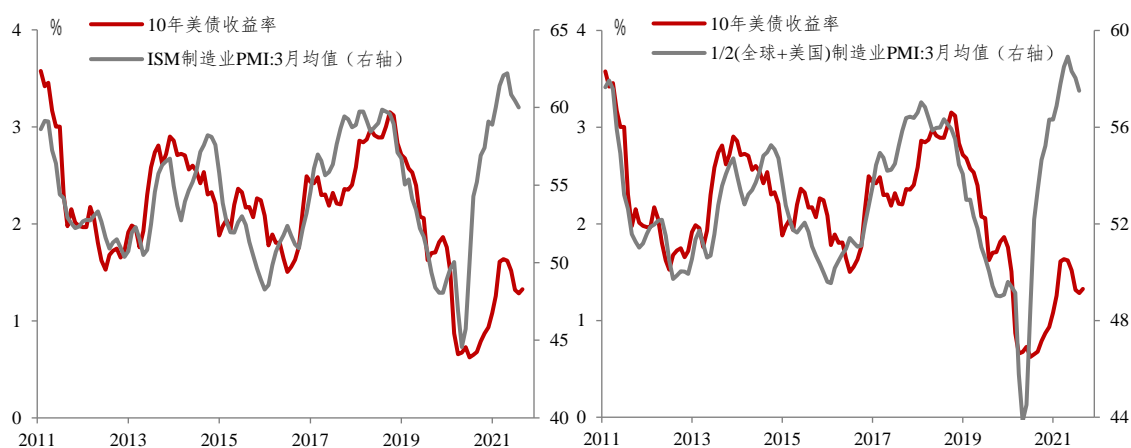
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

通胀方面，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，都为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)

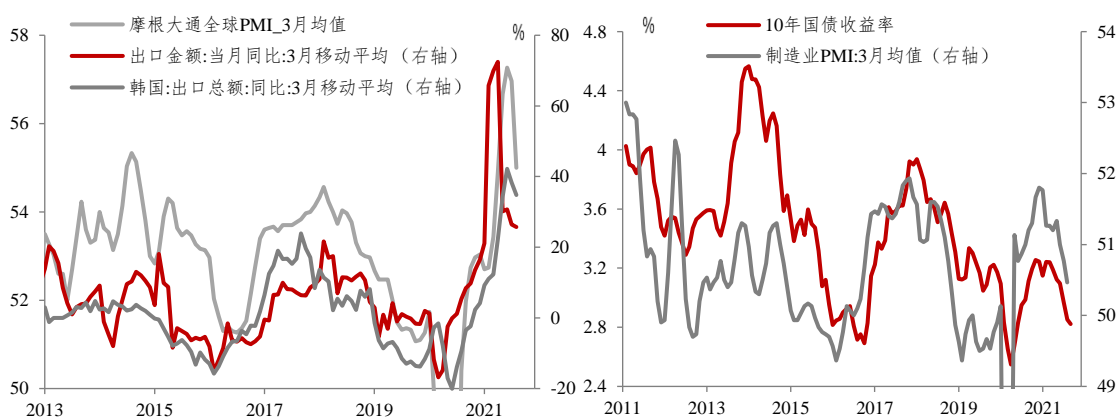
当前, 美国 ISM 制造业 PMI 持续下滑与供给侧瓶颈带来的通胀并存, 但劳动力市场加速改善可能令美联储不得不考虑缩减购债规模。我们预计, 美联储将在年内正式宣布购债缩减计划, 并在 12 月开始执行相关操作, 当前通胀预期下行及制造业景气放缓的市场逻辑可能让位于紧缩预期, 并带来美国国债长端利率上行及收益率曲线陡峭化。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

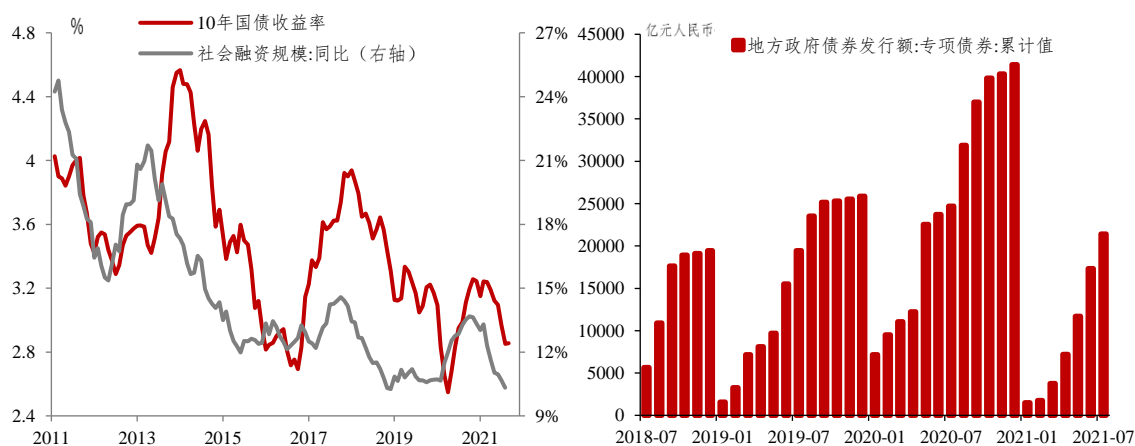
2.2 国内利率: 宽松预期已被交易较为充分, 叠加信用面与经济基本面和通胀并未形成共振, 长端利率下行空间有限

从经济基本面维度看, 制造业和出口景气度的持续下滑对长端利率形成压制。中国 8 月制造业 PMI 继续下滑, 表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单全面回落。因此, 鉴于当前经济基本面边际变化的拐点已得到确认, 中国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)

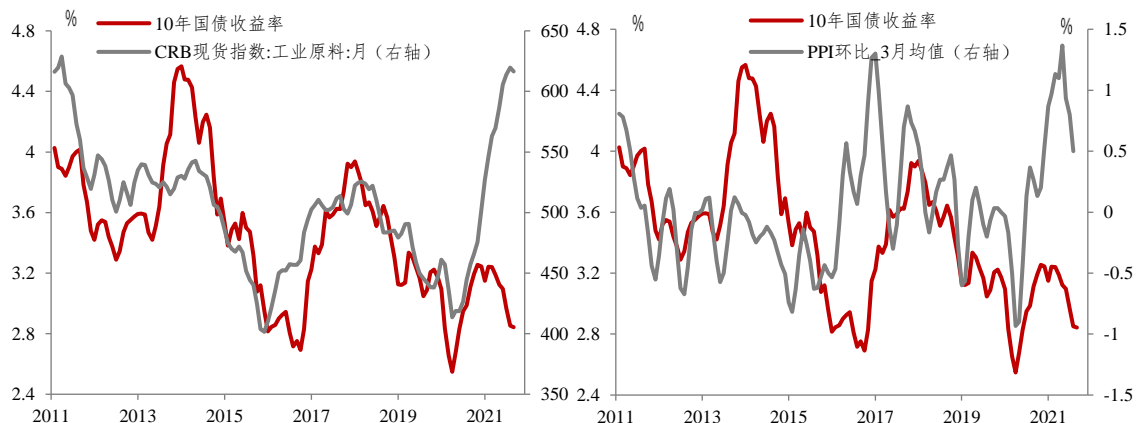
从信用维度看,未来信用收缩对长端利率的压制力度可能出现边际缓解。8月社融增速持续下行,经济景气下滑导致的实体经济融资需求下降、政府债发行节奏偏慢以及政策收紧带来的地产债融资、地产销售下降和居民中长期贷款增速的下滑等都是重要拖累。此外,部分地区疫情加重带来居民旅游消费意愿下降也对短期贷款构成压力。在实体融资已出现内生性收缩压力的情况下,信用收缩趋势短期仍将持续,但与此同时,730政治局会议将“保增长”放在了更重要的位置上,稳信用导向明确。因此,下半年政府债发行放量以及政策限制边际放松之后,信用收缩强度可能边际转弱。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

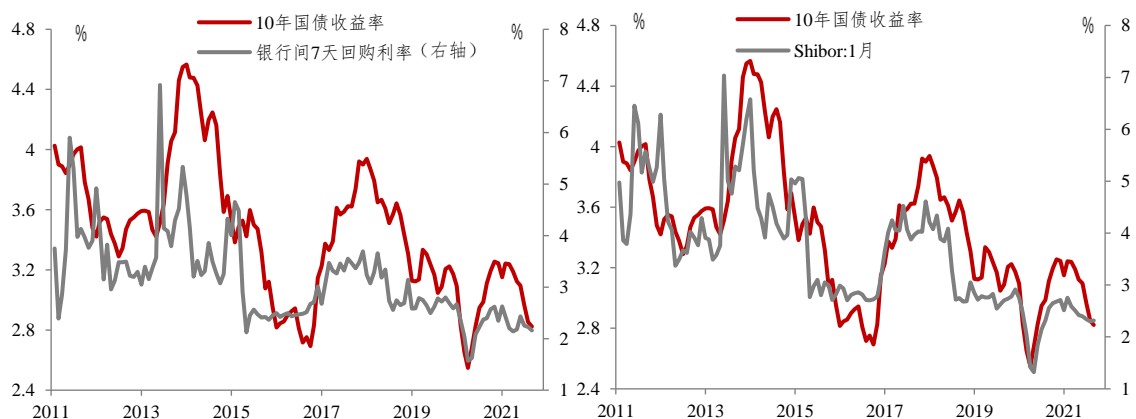
从通胀维度看,债市对通胀的敏感度可能会有所下降。如前面所述,当前的非食品CPI和核心CPI都尚不至于对货币政策构成制约。此外,

虽然 PPI 同比仍在上升，但工业品价格已出现见顶迹象且 PPI 环比已处于下降趋势中。

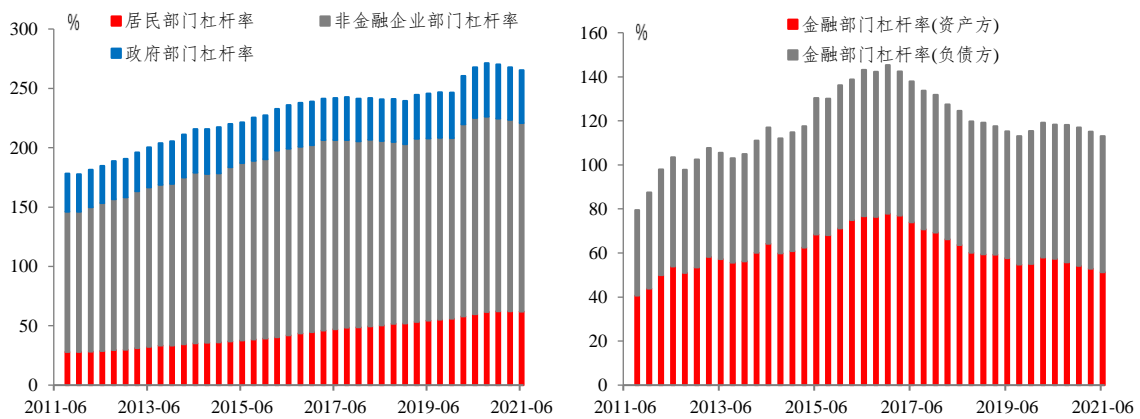


数据来源：Wind，工银资管（全球）

从政策维度看，730 政治局会议后，政策方向改为“宽货币、稳信用”，央行也进行了一次全面降准，且不论是时点和宽松力度上均超市场预期，资金面也处于宽松状态。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）

整体看，当前 10 年国债收益率已至 2.8% 关口，宽松预期已被部分交易完成，叠加信用面与基本面和通胀并未形成共振，长端利率下行空间整体有限。

三、市场观点

3.1 股票市场观点：预计后市震荡向上，策略重在结构

- ◇ 下月展望：在海外“购债缩减落地”、国内“宽货币+稳信用预期+基本面下滑”的背景下，政策底已经出现，市场底将出现在政策底和经济底之间，预计 9 月市场以震荡为主，部分板块可能有结构性行情。高景气度方向和部分政策支持行业估值处于较高水平，而金融、地产和部分消费医疗等低估值板块可能会受部分资金关注，预计后市将震荡向上。
- ◇ 投资策略：提升大盘股和价值股的配置比例，更多地在上证 50 和沪深 300 找性价比高的标的，在中证 500 和中证 1000 找“专精特新”，继续保持相对平衡的配置，但方向将更为集中。高估值板块需要精选个股，估值已经回落的板块值得关注，看好先进制造相关、部分高景气的周期、医药和部分新能源相关的公用事业。

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	2.25	6.92	18.35	20.41
纳斯达克	3.37	10.46	21.02	18.40
MSCI 亚洲	0.72	-4.03	-1.02	0.28
MSCI 中国	1.18	0.18	5.01	3.27
恒生指数	-1.21	-10.51	-9.33	-4.97
恒生国企指数	-1.47	-15.01	-16.62	-14.48
恒生原材料业	10.50	15.85	23.55	42.14
恒生能源业	6.88	-4.04	-4.67	19.14
恒生工业	4.05	2.36	12.57	11.03
恒生综合业	3.76	-5.30	1.48	14.63
恒生非必需性消费业	2.54	-0.96	8.94	5.61
沪深 300	-2.61	-9.02	-5.40	-7.78
采掘(申万)	34.02	32.06	48.29	54.92
钢铁(申万)	28.49	38.64	47.53	70.90
有色金属(申万)	24.38	45.87	61.41	69.10
国防军工(申万)	13.05	25.53	28.51	6.45
公用事业(申万)	10.48	8.17	11.48	13.70
化工(申万)	9.88	22.39	33.84	43.60
综合(申万)	7.65	16.28	30.03	25.11
电气设备(申万)	7.52	36.68	56.70	44.46

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 8 月 31 日。

美股方面, 标普 500 指数最近 20 日上涨 2.25%, 纳斯达克上升 3.37%, 指数呈现震荡后再创新高走势。经济数据方面, 美国 7 月零售、通胀、消费者信心、PMI 等数据均出现明显走弱迹象。鲍威尔的讲话延续了 7 月 FOMC 会议纪要中的主要观点, 明确了年内缩减购债的可能性, 向市场投放了一定的“确定性”; 同时, 其“通胀暂时论”和再次重申“购债缩减”与加息无关联的表态, 进一步消除了投资者对于货币政

策过快紧缩的担忧。往后看，如果 8 月新增非农就业数据足够强，那么 9 月议息会议大概率将宣布即将开始“购债缩减”节点，我们预期今年年底前开始“购债缩减”。

港股方面，最近 20 日恒生指数下跌 1.21%，恒生国企指数下跌 1.47%。一方面由于中国政策调整，导致资金仍然比较谨慎。另一方面，中国经济复苏出现边际放缓，下半年盈利增速或因基数效应消退而出现下滑，导致估值相应收缩。板块方面，原材料、能源、工业板块涨幅居前，分别上涨 10.50%、6.88% 和 4.05%，医疗保健、电讯业、金融、科技和必需消费品跌幅居前，分别下跌 9.62%、4.90%、1.86%、1.33% 和 1.28%。原材料板块上涨主要是受益通胀和中报业绩超预期，其中涉及新能源概念的东岳集团涨幅高达 64%，权重股中国铝业上涨 19%，拉动原材料指数大幅上涨。

A 股方面，由于中国经济复苏动能呈现边际减弱以及部分行业政策收紧影响的持续发酵，最近 20 日沪深 300 指数下跌 2.61%，创业板指数下跌 7.60%，A 股 8 月走势分化严重，热门板块持续上涨，甚至出现过热迹象，引发监管部门发文警告。而景气度较低和受政策影响的板块持续下跌。板块方面，采掘、钢铁、有色金属、国防军工、公用事业、化工、综合、电气设备分别领涨 34.02%、28.49%、24.38%、13.05%、10.48%、9.88%、7.65%、7.52%。跌幅靠前的板块有医药生物、食品饮料和通信，分别下跌 13.23%、9.55%、7.65%。8 月上涨的板块主要是新能源和军工相关的公司，其中电动车上游的锂和光伏上游硅料相关公司股价大涨，一方面是 7 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。A 股和港股医药板块出现大幅回调，主要有几个因素共振：1) 8 月安徽省出台文件做 IVD 试剂集中采购，由于化学发光试剂是仪器试剂封闭式，过去市场预期 IVD 难以进行集采，本次集采大超市场预期，进而市场开始将集采泛化到担忧所有医疗器械企业；2) 市场担心医药作为民生重点，会有政策限制风险；3) 医药龙头恒瑞出了低于预期的中报业绩。虽然 IVD 集采超预期，但本

次 IVD 集采有其特殊因素，安徽化学发光集采涉及纪检介入，原因是多家试剂企业贿赂医生，出现医生集体贪污腐败事件。恒瑞医药的业绩降速，原因是 PD1 红利结束、部分药品参加集采和加大海外研发支出。

3.1.2 基金经理观点

下月股市观点：在海外“购债缩减落地”、国内“宽货币+稳信用预期+基本面下滑”的背景下，政策底已经出现，市场底将出现在政策底和经济底之间，预计 9 月市场震荡向上，部分板块可能有结构性行情。

海外宏观方面，大宗商品同比回落，美国劳动力市场薪资增速放缓，叠加联储淡化通胀压力，导致虽然 CPI 仍在上行，但市场的通胀预期已经明显下降。虽然 Delta 病毒肆虐加剧了全球疫情风险，叠加全球 PMI 开始逐步放缓，制造业景气度开始见顶，都对美债长端利率形成压制。不过，由于美国就业市场修复提速，美联储缩减购债规模逐步临近，未来通胀预期下行及制造业景气放缓逻辑可能让位于紧缩预期，预计美债收益率曲线将逐步趋陡。

国内宏观方面，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 730 政治局会议的定调下，下半年信贷和专项债将逐步发力。因此，信用维度将对长端利率形成支撑。国内四季度增速确定性放缓，驱动力进一步弱化，通胀见顶回落，决策层对增速放缓的容忍度显著提高，宏观政策基调稳字当头，货币政策不急转弯，核心看点为未来信贷和专项债将逐步发力。

投资策略方面，提升大盘股和价值股的配置比例，更多地在上证 50 和沪深 300 找性价比高的标的，在中证 500 和中证 1000 找“专精特新，继续保持相对平衡的配置，方向更为集中。高估值板块需要精选个股，

估值已经回落的板块值得关注。结构性看好先进制造相关、部分高景气的周期、医药和部分新能源相关的公用事业。

3.1.3 行业策略

半导体仍处景气上升周期，同时在去美化产线加速布建下，国产产业链加速转移，业绩有望持续增长。

新能源电力运营行业，公司属性已经切换到具有高成长潜力的公用事业股，目前正处于估值修复状态，如龙源电力、华润电力、信义能源等。碳中和、碳达峰下新能源发电空间大，未来风光装机增速快，公司的目标高增长快成长性强。

互联网作为港股市场的中流砥柱，监管风险虽尚未消除，但近期的政策降低了极端悲观预期的可能性。我们判断互联网作为中国的竞争优势不会轻易被废弃，政策预期在四季度有望逐步修正。

上游资源品业绩增速依然最为突出，带动结构性行情，高端制造业链条高景气越发明显。如锂资源行业，由于新能源车需求爆发，上游资本开支扩张较慢，造成阶段性供不应求，价格持续上涨。

物管行业近期表现不佳，市场担心对房地产行业的调控会对高杠杆房企的经营受到影响，但政策对行业龙头影响有限，物管成长空间和确定性依然很强，物管公司对关联公司的依赖度在不断降低，本身业务也在多元化。人力成本刚性上升是一个老问题，物管公司可以通过项目密度提升、高科技手段的运用以及部分的提价来对冲。商管公司跟社会消费直接关联，增长的弹性和持续性更好。如旭辉永升、融创服务、宝龙商业、碧桂园服务等股份。

医疗行业方面，创新药仍然是行业发展的方向，部分具有差异化创新能力的优质 **biotech** 公司受政策负面影响较小。本轮调整以后估值性价比较好，部分公司的市值水平也回到历史较低位置。医疗服务板块，目前我国医疗资源还处在供不应求的阶段，灵活高效的民营医院仍是

国家重点鼓励的对象，被视为公立医疗的有效补充。CXO 是医药各子行业中受政策影响最小、业绩增长确定性最强的板块，是行业波动环境下的避风港，如药明生物、药明康德等股份。

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，谨慎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)	13.16	47.44	61.90	72.31
5 年期美国国债 (bps)	12.56	-2.80	6.27	115.17
10 年期美国国债 (bps)	7.07	-17.89	-6.90	43.11
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (bps)	-29.19	-23.28	13.30	13.54
JACI 亚洲美元债指数 (%)	1.08	1.09	1.34	0.54
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	0.80	2.32	2.03	0.80
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	2.07	-2.88	-0.98	-0.38
JACI 亚洲美元债信用利差 (bps)	-6.23	1.55	3.15	-2.28
JACI 亚洲投资级信用利差 (bps)	-7.45	-7.29	-2.00	-11.95
JACI 亚洲高收益级信用利差 (bps)	-7.42	17.82	18.43	15.27

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截至 2021 年 8 月 31 日

亚洲债券市场:

亚洲债券表现差强人意。截止 2021 年 8 月 30 日，摩根大通亚洲债券指数表现为 0.42%，其中高评级债券表现为 0.65%，高息债券表现为 -0.38%。

亚洲高评级债券年初至今表现强劲。截止 2021 年 8 月 30 日，亚洲高评级债券利差为 123 个基点，年初至今利差收窄 27 个基点。年初至今，亚洲高评级债券的表现优于美国（收窄 17 个基点）和新兴市场（收窄 16 个基点）。

亚洲高息债券市场全球表现最差。截止 2021 年 8 月 30 日，亚洲高息债券利差为 822 个基点，年初至今利差整体走宽 178 个基点。亚洲高息债券的表现是远低于其他市场，美国高息年初至今收窄 72 个基点，EM 整体走宽 22 个基点。亚洲跑输全球的主要原因为，中国高息中，房地产行业政策性风险。

中国本币债券市场回顾

PMI 明显低于预期，收益率有进一步的下行空间。中国 8 月 PMI 官方制造业 PMI 为 50.1，前值 50.4。中国 8 月非制造业 PMI 为 47.5，前值为 53.3。8 月 PMI 数据明显低于预期，尤其是服务业商务活动和新订单下滑明显，已经跌至荣枯线以下。其中新订单的下滑，可能导致经济动能减弱。所以如果经济持续走弱，PMI 跌破荣枯线，央行很有可能采取更多宽松措施，所以我们预期收益率有进一步下行的空间。

高质量债券小幅波动，低质量债券分化明显。上月整体高质量的信用波动相对较小。其中高质量的 AAA 1-3 年债券基本维持在 5 个基点的波动，AA+波动 10-15 个基点左右。而相对质量较低的 AA 级别的票，交投较少，波动也区分度比较大。

3.2.2 基金经理观点

亚洲高评级美元债券：

资本流动方面，我们认为整体新兴市场在未来一个月，如果不出现特殊的宏观事件，整体新兴市场仍将保持正向的资本流入。亚洲方面，我们认为，亚洲美元的整体流入仍然弱于本币债的流入。

市场估值方面，我们认为整体亚洲高评级债券仍将维持目前的估值水平。风险点在于美国高评级债券的大幅度变化。我们认为该风险影响估值的可能性比较小，所以我们认为未来一个月亚洲高评级债券出现大幅度估值波动的可能性不高。国别方面，我们仍然认为中国整体估值偏中性，高质量国企的估值偏贵。我们看好短久期相对低质量的高评级债券。

市场供给方面，业绩期完成，债券市场的供给将重新开启。未来一个月的市场供给在高评级上应该有小幅提升。

重点关注国企永续，银行各种资本补充工具和较好质量城投的相对估值优势。

亚洲高息美元债券：

关注潜在政策风险带来的估值波动。作为亚洲高息美元债券的重要组成部分，高息房地产的政策性风险贯穿了 2021 年的高息投资。我们认为在没有看到政策缓冲期的到来之前，房地产政策性风险下对于美元债券市场的扰动的因素持续性存在。

市场估值方面，单纯从估值的角度出发，亚洲高息债券的估值水平目前是所有债券市场中最具吸引力的。其中受到政策影响的房地产行业的估值极具吸引力。建议选择市场时机，选择在中期业绩后具备合理风险回报要求的短久期投资标的进行投资。

市场供给方面，业绩期之后，由于市场的政策性风险仍然比较大，大规模再融资的风险和融资成本较高。但业绩期之后，基于对于自身下半年融资的要求。我们认为新发将有一个小幅的回升，且会集中在短久期的关键利率上。

重点关注持续性的政策变化，和具备良好风险回报的标的的基本面变化情况，适时加仓。同时，防止单一风险标的对于整体板块的影响。

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。