

全球资产展望-2021 年 10 月

经济终将走出阴霾 风险资产率先起跑

□ 资产配置观点

➤ 上月，我们在战略配置保持一定防御的基础上，基于“美联储鸽派收紧+中国政策兜底”的宏观主题，总量上增加风险资产的配置比例，结构上侧重非美资产、商品和股票，增加新兴市场，特别是港股和 A 股的配置比重。美股行业配置偏重工业、能源、非必选、银行等板块，风格上偏重价值和中小盘。同时，做空美国国债以对冲尾部风险。上月实际在滞胀预期升温的背景下，全球股市普遍下跌，美股跌幅更大，价值好于成长，美债收益率震荡向上。与我们的配置观点在方向上略有出入，但结构正确。

➤ 本月战略配置将采用“中周期再加速”的宏观场景，增加风险资产的配置比例。美国经济正处于滞胀场景的高潮阶段，能源价格飙升，通胀预期迅速回升，但市场对于下一阶段是经济走弱从而确认通胀暂时论还是经济再加速从而呈现再通胀仍有分歧。我们认为后者概率更高，一方面，Delta 疫情对美国经济的冲击有限，就业市场仍在持续改善，制造业 PMI 连续两个月反弹，消费仍然强劲；另一方面，中国政府正在对当前的财政、货币、信贷、双碳目标以及房地产行业政策做出积极调整以应对困局，并扩大对经济托底的力度，同时也在持续修补能源供应瓶颈，预计社融将在四季度见底，制造业景气度也将逐步企稳。此外，美联储可能于 11 月宣布缩减购债操作，但市场对此已有充分预期，反而在中国经济触底回升预期推动下，美元重新恢复贬值，商品上涨，风险资产维持向上格局。

➤ 本月战术配置基于“美联储鸽派收紧+经济再加速预期+中国政策兜底”的宏观主题，结构上侧重非美资产，增加新兴市场，特别是港股和 A 股的配置比例，美股配置偏重工业、能源、银行、非必选等兼具价值和周期的进攻板块，风

格上继续偏重价值和中小盘。同时做空美国国债，做多澳元、人民币，提升铜、油配置比例。

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 (中配)	中配 (中配)
——成长	↓ (↓)	
——周期	中配 (中配)	
——价值	↑ (↑)	
——中小盘	↑ (↑)	
欧洲股票	中配 (中配)	中配 (↓)
新兴市场股票	中配 (中配)	中配 (↓)
大中华股票	↑ (↑)	↑ (中配)
——成长	中配 (中配)	
——周期	↑ (↑)	
——价值	↑ (↑)	
——中小盘	中配 (中配)	
美国信用债	中配 (↓)	中配 (中配)
——投资级	↑ (↑)	
——高收益	中配 (↓)	
亚洲美元债	中配 (中配)	中配 (中配)
——投资级	中配 (中配)	
——高收益	中配 (中配)	
工业品	↑ (中配)	中配 (中配)
——原油	↑ (中配)	
——铜	↑ (中配)	
风险货币	↑ (中配)	中配 (中配)
——欧元	↑ (中配)	
——澳元	↑ (中配)	
——加元	↑ (中配)	
——人民币	↑ (↑)	
防御资产		
利率债	中配 (中配)	中配 (中配)
——美国国债	↓ (↓)	
——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)	
避险货币	↓ (中配)	中配 (中配)
——美元	↓ (中配)	
——日元	↓ (中配)	
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分化，通胀整体可控但有转向内生型通胀的迹象.....	3
1.1.1 美欧 Delta 疫情有所减缓，默沙东抗新冠口服药效果显著，新冠治疗逻辑和应对逻辑可能迎来改变	3
1.1.2 补贴退出后，美国新增非农就业未见大幅增长，时薪增速持续上行	4
1.1.3 在全球主要经济体中，发达国家制造业景气度分化	5
1.1.4 美国通胀上行放缓，但正由外生因素和基数效应驱动转向服务型需求价格和人力成本提升的内生型通胀	6
1.2 国内宏观：仍处于“类滞胀”宏观场景，政策结构“稳货币+稳信用”	6
1.2.1 730 政治局会议后，信贷和专项债将逐步发力，信用收缩力度将逐步放缓，预计社融增速将在四季度见底	7
1.2.2 中国制造业景气度仍在继续下滑，出口支撑边际减弱.....	8
1.2.3 CPI 继续下滑，PPI 仍有上冲动力，PPI-CPI 剪刀差仍在扩大，但持续性存疑	9
二、大类资产展望.....	10
2.1 美债利率：全球能源价格共振向上，海外央行 Taper 临近，再通胀预期叠加现金偏好提升，将推动美国长端利率向上	10
2.2 国内利率：10 年国债收益率已触碰 2.8% 关口，降准预期已被部分 Price-in，叠加政府债发行放量驱动下“资产荒”的主逻辑弱化，长端利率难以继续下行	12
三、市场观点.....	14
3.1 股票市场观点：预计后市以震荡整固为主，不存在系统性风险.....	14
3.1.1 股票市场回顾	15
3.1.2 基金经理观点	17
3.2 固收市场观点：市场波动性加大，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.....	19
3.2.1 债券市场回顾	19
3.2.2 基金经理观点	21

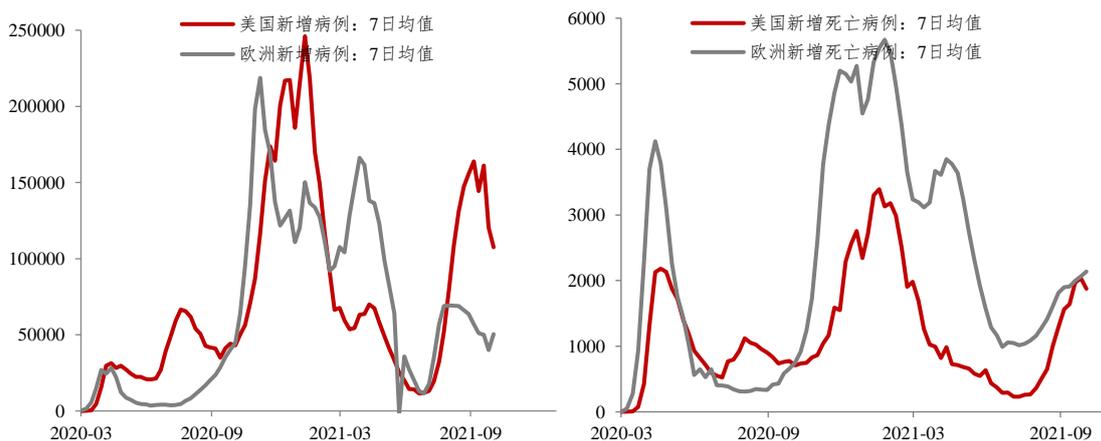
一、全球经济周期

1.1 海外宏观：发达国家制造业景气度分化，通胀整体可控但有转向内生型通胀的迹象

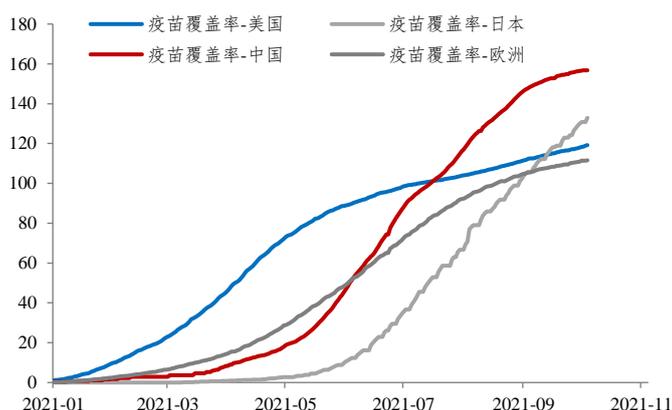
1.1.1 美欧 Delta 疫情有所减缓，默沙东抗新冠口服药效果显著，新冠治疗逻辑和应对逻辑可能迎来改变

近期，美欧 Delta 疫情有所减缓，7 天日均新增病例均出现明显下降。当前，美、欧疫苗接种率都已接近 120 剂/百人，日本疫苗接种率快速提升，已超 130 剂/百人，中国疫苗接种率接近 160 剂/百人，领先美欧日。

上周，默沙东公布其新研发的抗新冠口服药的临床 III 期结果，显示药效显著，可将重症率减半并大幅降低死亡率，且对目前所有变种病毒都有效，并将在近期向 FDA 申请紧急使用授权。这为终结新冠疫情带来了另一种路径，新冠治疗逻辑可能迎来改变，从“疫苗”过渡至“疫苗+特效药”，同时也为“与新冠病毒共存”的应对策略提供了更多可能性。



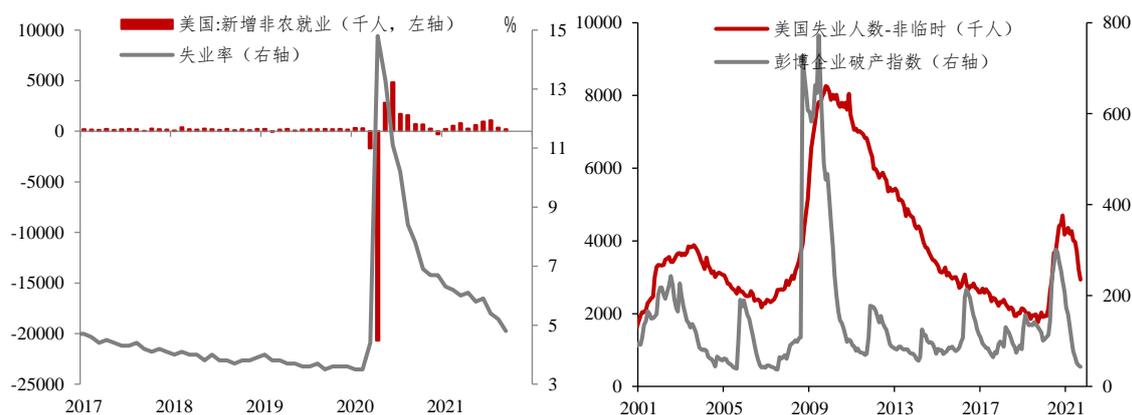
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 补贴退出后, 美国新增非农就业未见大幅增长, 时薪增速持续上行

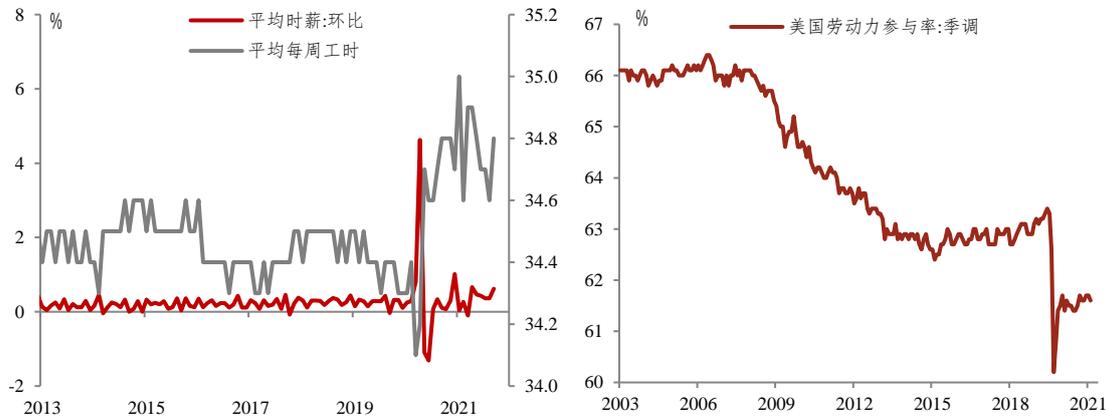
受 Delta 疫情影响, 在就业补贴逐步退出后, 美国 9 月新增非农就业仅 19.4 万人, 未见大幅增长, 连续两个月低于预期和前值, 并创年内新低。新增就业结构中, 制造业及教育、休闲酒店等服务业的就业增长停滞是主要拖累。虽然新增非农就业弱于预期, 但其中不乏政府教育领域就业人数下降等暂时性因素, 而且失业率较上月大幅下降 0.4% 至 4.8%, 显示美国就业市场仍在持续修复。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

此外, 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

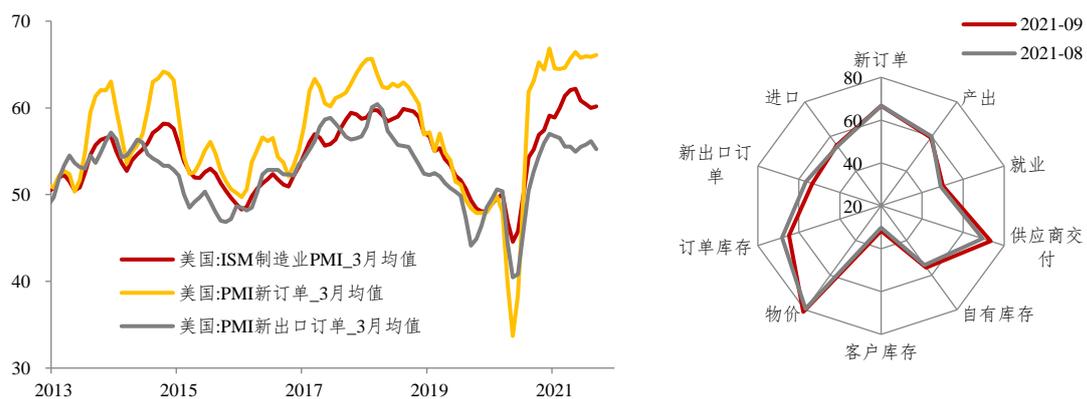
的到期，美国劳动力市场的供给也将得到持续释放，而供给矛盾趋缓也将为就业市场的持续复苏提供动力。



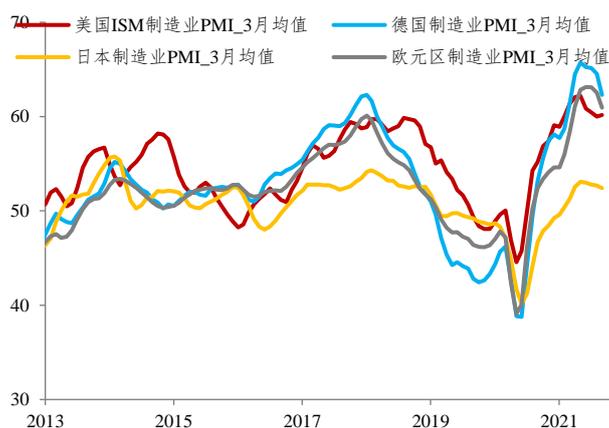
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.3 在全球主要经济体中，发达国家制造业景气度分化

在全球主要经济体中，美国制造业景气度一枝独秀，9月 ISM 制造业 PMI 高达 61.1，明显高于预期和前值，但从 3 月均值来看，美国制造业景气度虽然下滑幅度放缓，但仍未脱离下滑趋势。欧元区、德国和日本的经济景气度则持续下滑，制造业 PMI 已处于顶部区域，预计修复速度也将继续放缓。



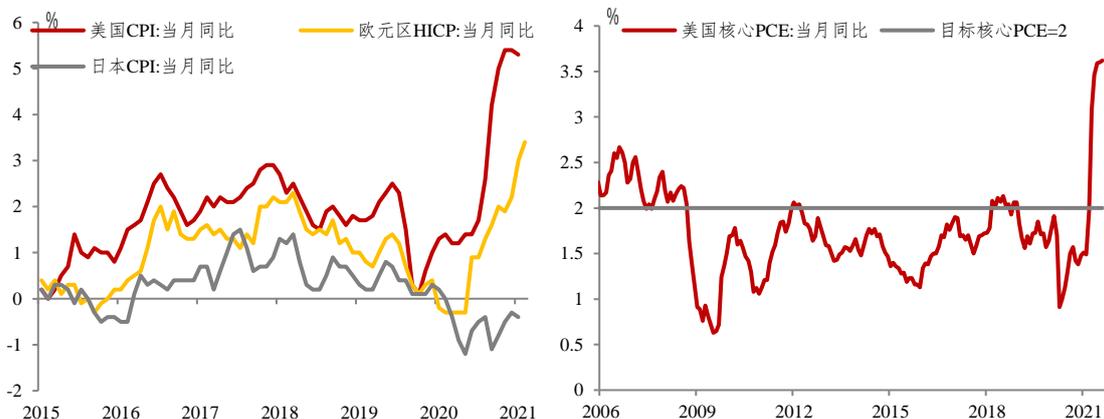
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.1.4 美国通胀上行放缓,但正由外生因素和基数效应驱动转向服务型需求价格和人力成本提升的内生型通胀

就美国通胀而言，全球能源价格共振并维持高位将推升输入型通胀压力。此外，虽然8月CPI出现降温苗头，但PCE同比再创新高，显示在劳动力市场修复、服务型需求价格提升以及人力成本上升的背景下，美国“外生通胀+基数效应”推动的通胀正逐步向内生型通胀。



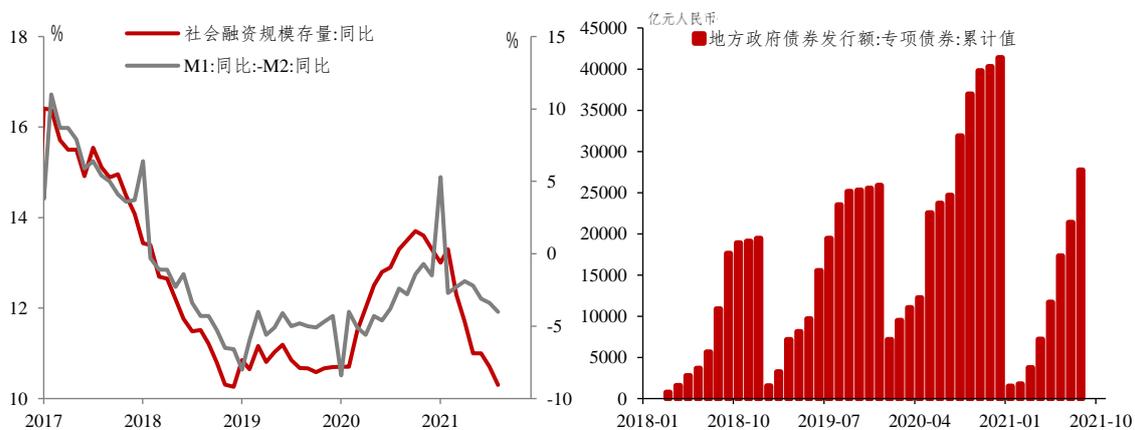
数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.2 国内宏观：仍处于“类滞胀”宏观场景，政策结构“稳货币+稳信用”

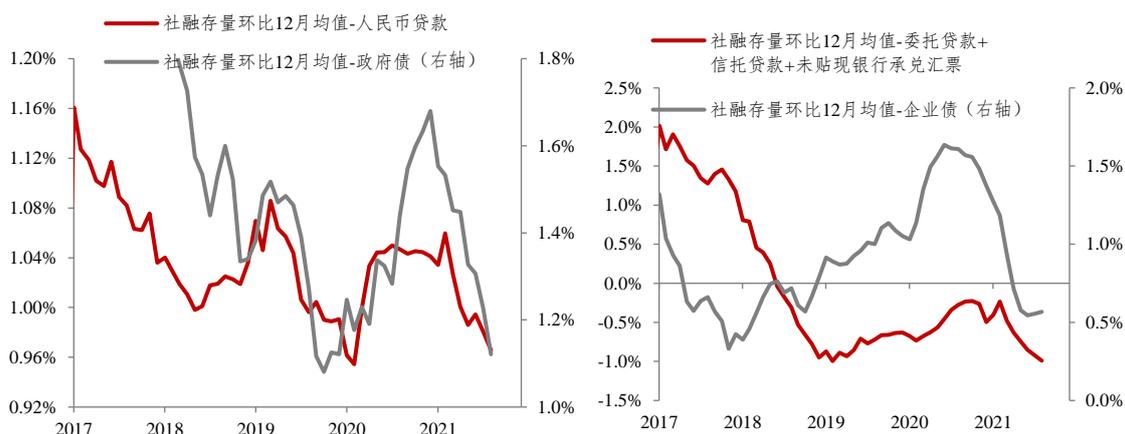
1.2.1 730 政治局会议后，信贷和专项债将逐步发力，信用收缩力度将逐步放缓，预计社融增速将在四季度见底

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，预计社融存量同比增速将在四季度见底。



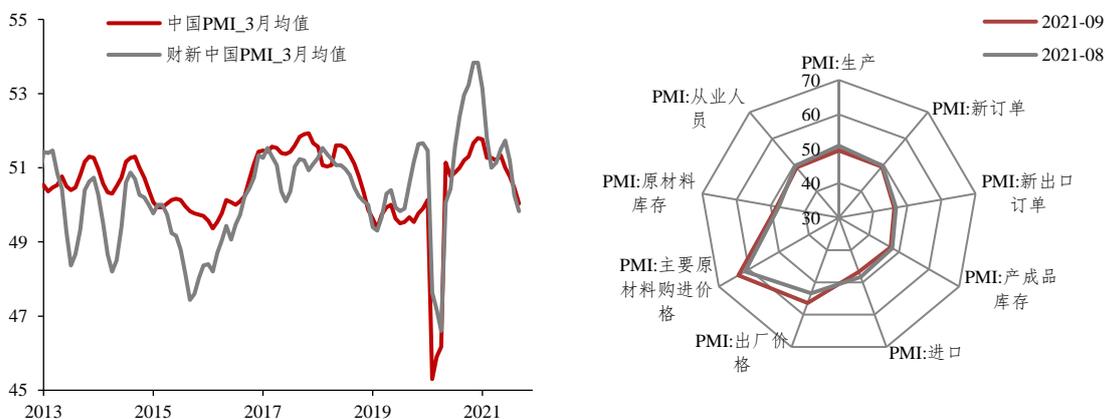
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



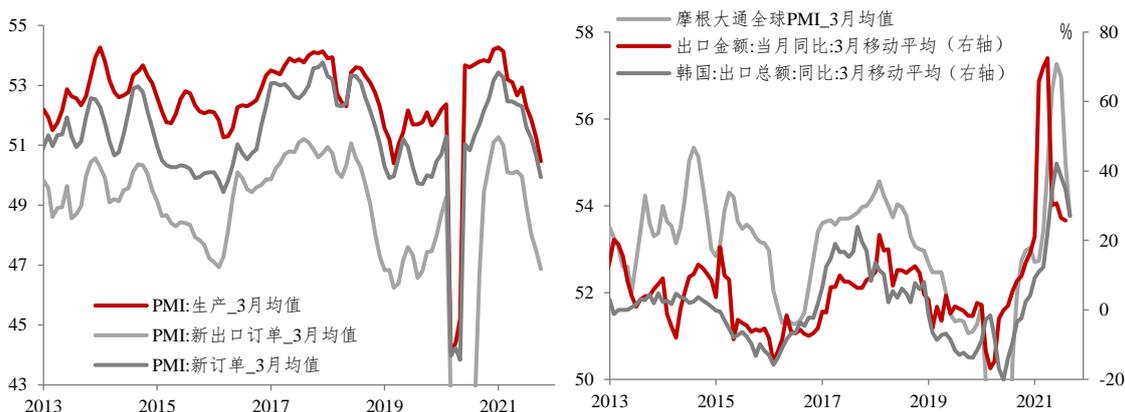
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 中国制造业景气度仍在继续下滑, 出口支撑边际减弱

中国9月中采制造业PMI为49.6, 自去年3月后首次跌破荣枯线。从分项上看, 除价格指数外, 其余指标全面回落, 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, 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)



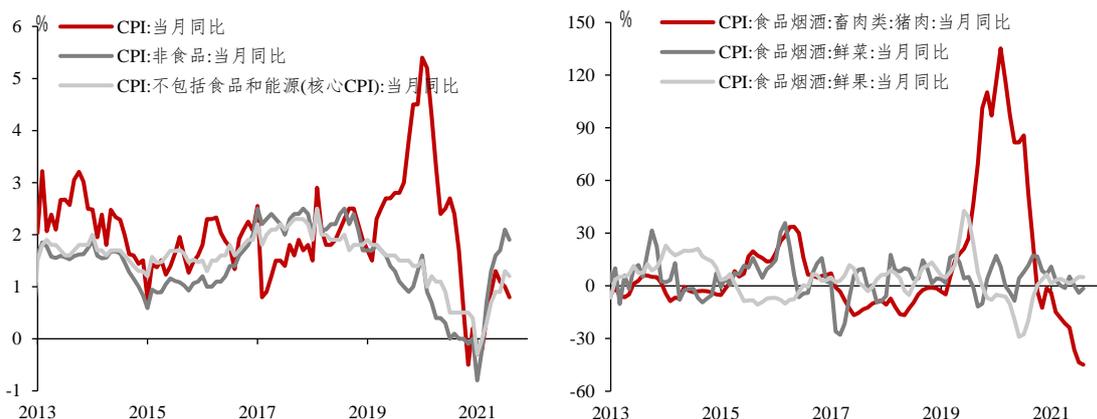
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.3 CPI 继续下滑, PPI 仍有上冲动力, PPI-CPI 剪刀差仍在扩大, 但持续性存疑

根据我们的测算, 国内 PPI 已达顶部区域, 但短期仍有上冲动力。国内 8 月 CPI 在猪肉的拖累下, 同比增速降至 0.8%, 非食品 CPI 和核心 CPI 也开始下降, 但展望未来, 猪肉价格已在底部逐步企稳, 叠加冻肉收储政策, 后续下跌空间有限。当前 PPI-CPI 剪刀差仍在扩大, 显示供给矛盾主导的工业品价格上涨向下游传导并不顺畅, 对货币政策的制约有限。



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

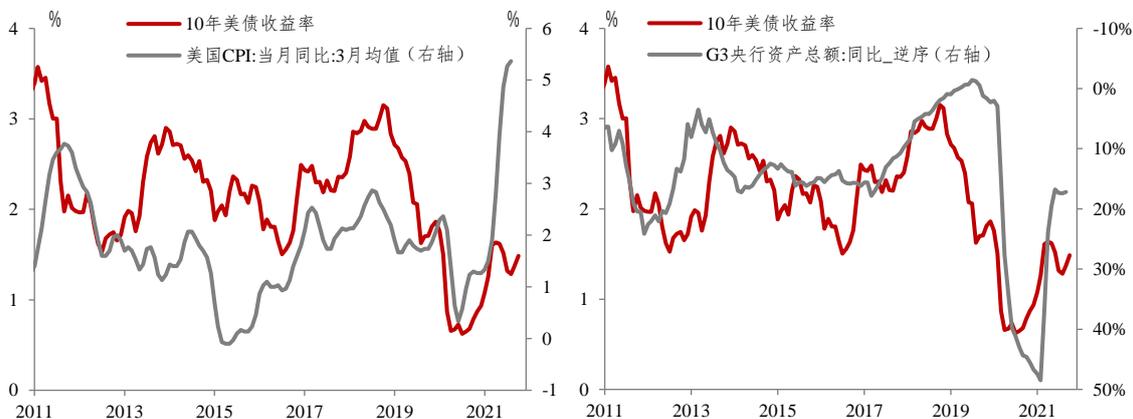
2.1 美债利率:全球能源价格共振向上,海外央行 Taper 临近,再通胀预期叠加现金偏好提升,将推动美国长端利率向上

近期,全球能源价格共振向上。欧洲天然气价格暴涨带动了柴油发电需求,也推动油价也上涨。同时,中国的“双碳”政策叠加与澳洲的贸易战,导致煤炭的外部供给和内部供给都出现明显缺口,并推动煤价上涨,成本端的压力也让发电企业失去发电动力,最终导致了相当多“能耗双控达标”的地区也出现了限电限产。

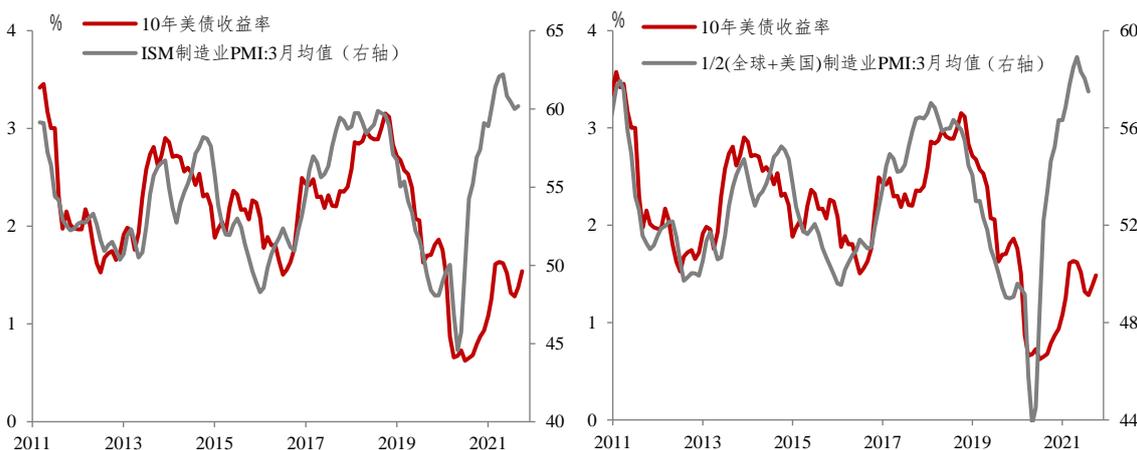


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

目前来看，普京对天然气供应的表态以及中国国内政策纠偏和煤炭供给增加对全球能源价格有一定压制，但产能放量仍需时日，能源价格仍将在中短期维持高位。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

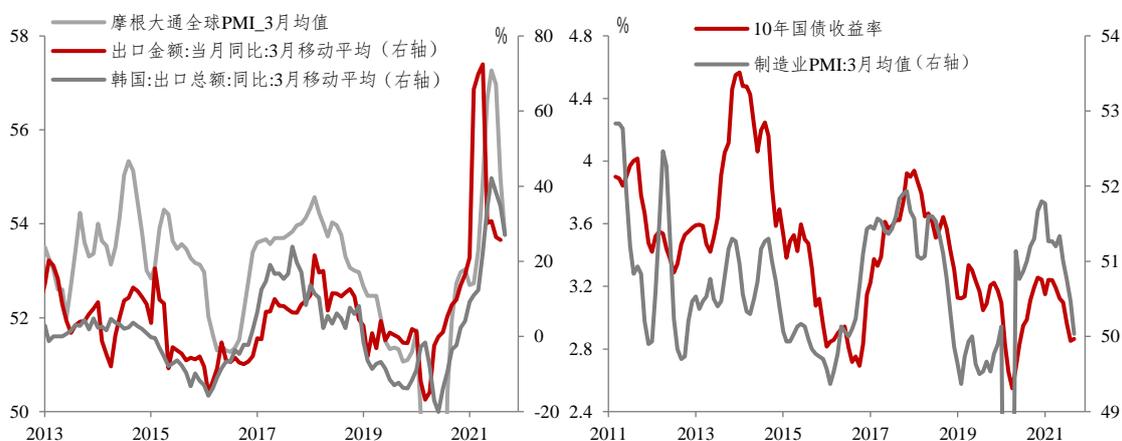


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

如前所述，在疫情逐步缓解、劳动力市场修复、服务型需求价格提升以及人力成本上升的背景下，美国的“外生因素+基数效应”推动的通胀正逐步转向内生型通胀，并推动通胀预期上行。我们预计，美联储将在年内正式宣布购债缩减计划，制造业景气放缓的市场逻辑将让位于通胀暂时论证伪以及货币收紧预期，并带来美国国债长端利率上行及收益率曲线陡峭化。

2.2 国内利率：10 年国债收益率已触碰 2.8% 关口，降准预期已被部分 Price-in，叠加政府债发行放量驱动下“资产荒”的主逻辑弱化，长端利率难以继续下行

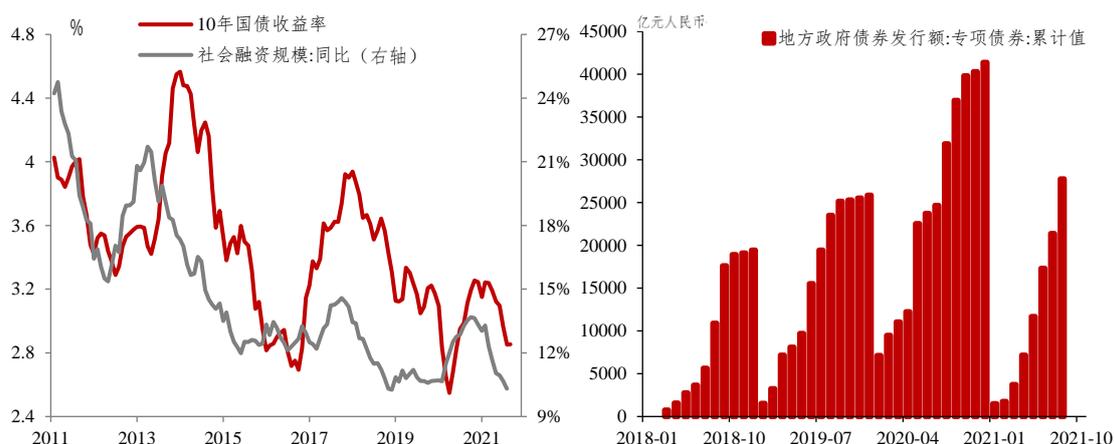
从经济基本面维度看，制造业和出口景气度的持续下滑对长端利率形成压制。中国 9 月制造业 PMI 继续下滑，表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单全面回落。因此，鉴于当前经济基本面边际变化的拐点已得到确认，中国长端利率将受到经济基本面维度的压制。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

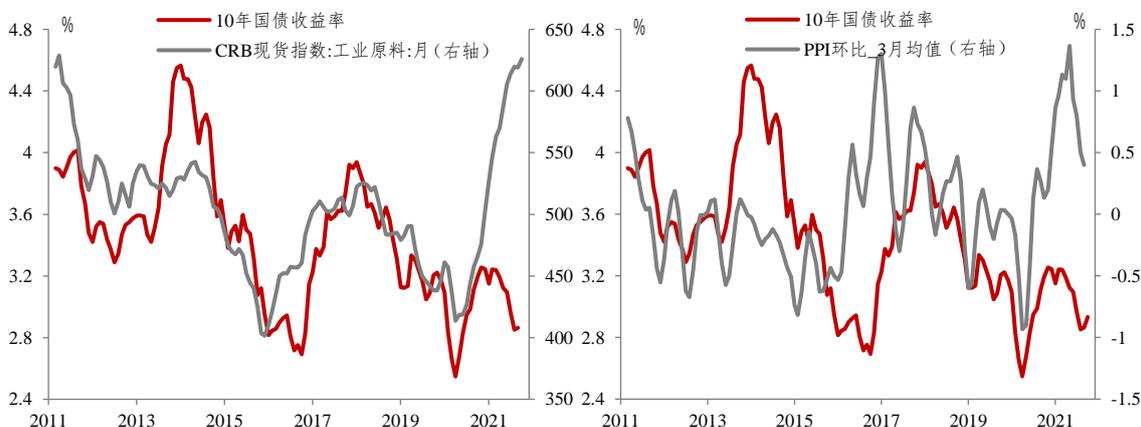
从信用维度看，未来信用收缩对长端利率的压制力度可能出现边际缓解。8 月社融增速持续下行，经济景气下滑导致的实体经济融资需求下降、政府债发行节奏偏慢以及政策收紧带来的地产债融资、地产销售下降和居民中长期贷款增速的下滑等都是重要拖累。此外，部分地区疫情加重带来居民旅游消费意愿下降也对短期贷款构成压力。

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，在四季度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，预计社融增速将在四季度见底。



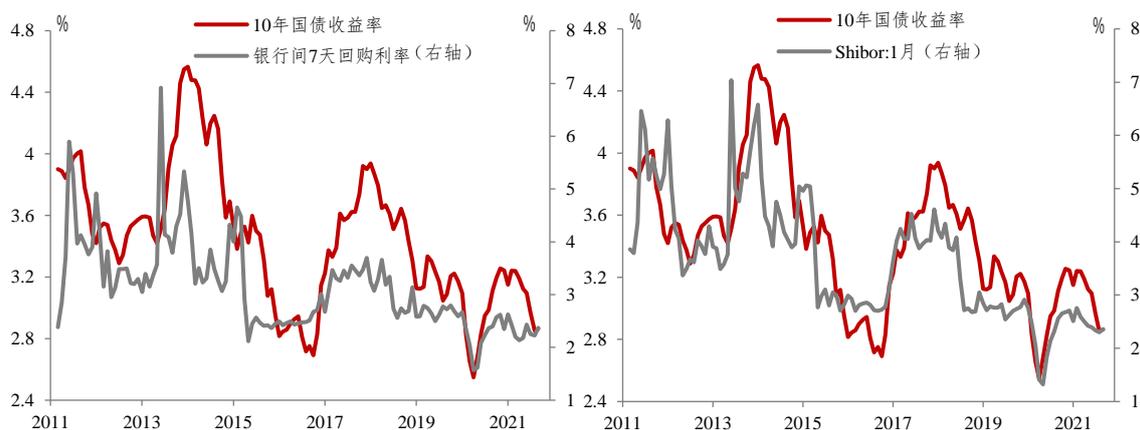
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从通胀维度看，债市对通胀的敏感度仍然不高。根据我们的测算，国内 PPI 已达顶部区域，但当前短期仍有上冲动力。国内 CPI 在猪肉的拖累下，同比增速降至 0.8%，非食品 CPI 和核心 CPI 也开始下降，但展望未来，猪肉价格已在底部逐步企稳，叠加冻肉收储政策，后续下跌空间有限。当前 PPI-CPI 剪刀差仍在扩大，显示供给矛盾主导的工业品价格上涨向下游传导并不顺畅，对货币政策的制约有限。

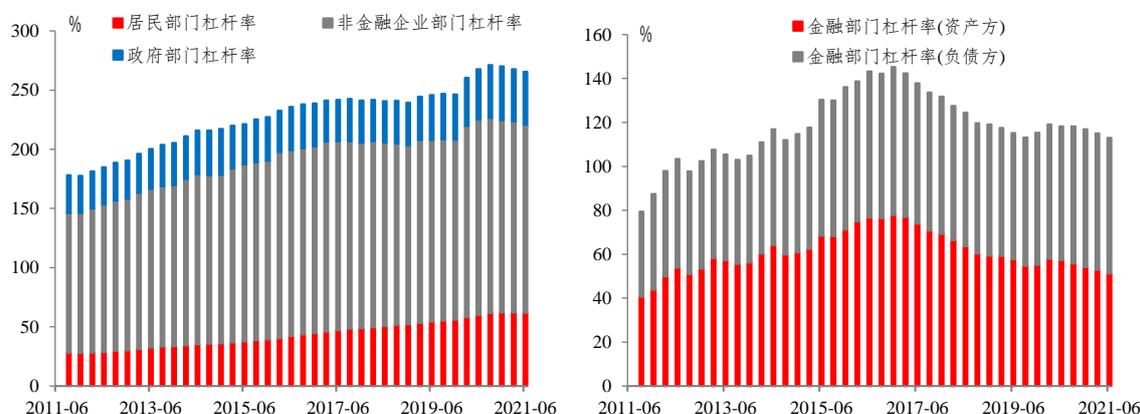


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

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, 资金面仍处于宽松状态, 但 10 年国债收益率已触碰 2.8% 关口, 宽松预期已被部分 Price-in, 叠加信用面与基本面和通胀并未形成共振, 而且之前主导国内利率的“资产荒”逻辑预计将有所弱化。因此, 从整体看, 长端利率难以持续下行。

三、市场观点

3.1 股票市场观点: 预计后市以震荡整固为主, 不存在系统性风险

◇ 下月展望: 10 月市场整体以震荡整固为主, 不存在系统性风险, 仓位不是主要矛盾, 仍然是结构至上, 周期股行情面临分化, 预计四

季度市场震荡向上修复。投资者信心将随着政策风险落地而逐步修复，港股估值优势将凸显。

◇ 投资策略：除核心资产优质龙头企业的布局外，可关注阶段性、结构性或主题性机会，科技、消费、新基建将是重点布局的主线。

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	-5.18	-1.58	4.26	14.49
纳斯达克	-7.21	-3.04	2.87	10.61
MSCI 亚洲	-6.21	-5.11	-7.56	-3.60
MSCI 中国	0.80	2.41	4.81	4.10
恒生指数	-6.94	-11.85	-15.42	-11.48
恒生国企指数	-8.59	-13.22	-19.97	-18.51
恒生科技指数	-11.50	-19.84	-25.92	-29.32
恒生能源业	9.37	13.77	15.05	32.54
恒生电讯业	-2.85	-0.97	-7.03	2.20
恒生必需性消费业	-3.70	-8.48	-13.10	-19.25
恒生金融业	-3.80	-5.63	-13.38	-6.85
恒生公用事业	-4.70	3.52	3.45	11.27
恒生医疗保健业	-6.14	-20.17	-9.61	-10.58
沪深 300	1.26	-4.26	-4.65	-6.62
公用事业(申万)	15.89	25.77	18.44	31.77
食品饮料(申万)	12.49	-9.82	-6.64	-12.49
农林牧渔(申万)	9.43	-5.51	-15.22	-13.85
休闲服务(申万)	7.33	-8.15	-17.81	-8.53
房地产(申万)	5.27	-3.69	-11.42	-11.29
医药生物(申万)	4.96	-8.22	-2.68	-5.63

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 9 月 30 日。

港股方面,最近 20 日恒生指数下跌 6.94%,恒生国企指数下跌 8.59%,恒生科技指数下跌 11.50%。随着中国的监管政策在教育、互联网、医药、房地产等行业收紧,市场情绪和投资气氛本已向弱,9 月恒大集团陷入债务危机,拖累内房股遭到抛售压力,紧接着澳门出台《博彩法》修改意见,收紧赌场牌照发放,以及传出中央政府要求香港房地产开发商协助解决香港房屋问题,博彩股和地产股应声下跌,拖累港股进一步下跌。发改委发布的能耗双控政策和近期多省拉闸限电限产,使高耗能高碳排产业受限,尤其是钢铁、有色、建材、化工等重点行业产能可能继续承压。板块方面,仅能源板块上涨 9.37%,其余板块均跌,工业、非必需消费品、资讯科技、原材料、地产和医疗保健跌幅居前,分别下跌 13.64%、11.40%、10.32%、10.11%、8.23%、6.14%。

A 股方面,最近 20 日沪深 300 指数上涨 1.26%,创业板指数上涨 0.95%,9 月以来,A 股单日成交额持续破万亿,增量资金持续进场,成交额放大,市场热点由“茅指数”、“宁组合”切换至周期赛道。板块方面,公用事业、食品饮料、农林牧渔、休闲服务、房地产、医药生物、采掘、交通运输分别领涨 15.89%、12.49%、9.43%、7.33%、5.27%、4.96%、3.43%、2.28%。跌幅靠前的板块有有色金属、钢铁、军工、汽车、建筑材料,分别下跌 18.11%、13.40%、10.27%、8.89%、7.82%。

外围市场方面,标普 500 指数最近 20 日下跌 5.18%,纳斯达克下跌 7.21%,指数呈现震荡下跌的走势,成为了今年以来行情最差的一个月。在美国能源价格上涨、经济持续复苏以及美联储 9 月会议释放 Taper 信号的背景下,美国国债利率将继续上涨,商品价格仍会保持向上,美元短期方向不明,中期仍可能恢复下跌趋势。能源股和金融股在最近几周表现最好,月底出现回落。对通胀的担忧,以及美联储暗示将很快开始缩减疫情时期的资产购买规模等因素导致 10 年期美国国债收益率不断上升,导致科技股在月底集体下跌。

3.1.2 基金经理观点

下月股市观点：投资者信心逐渐恢复，政策逐步落地风险释放，港股估值优势凸显，关注滞涨风险，更关注结构性行情。

内地资金对港股整体的信心已有所修复。尽管9月中旬受到恒大债务危机升级、8月经济数据低于预期、A股市场情绪不佳等因素的影响，内地资金一度出现撤离，但在9月底又转向净流入。内资对港股整体的信心已有所修复，对相关反垄断政策的颁布更倾向于解读为利空落地。后市来看AH溢价当前处于历史阶段性高点，后续南向资金有望维持净流入。

在港股恒生指数接近“破净”时布局，从半年的维度上看是具有较高性价比的外资对互联网权重股的持股数量整体上升，对于主要资产为港股的ETF保持净流入，并未显著流出港股地产龙头公司，因此短期内港股相关资产显著的估值优势对外资仍具吸引力。但我们也应当理性的认识到，港股之所以表现低迷，也是有美联储边际收紧货币预期、全球经济筑顶、国内互联网与地产监管趋严的客观因素。

在上述利空因子尚未完全落地的背景下，港股迅速反转走牛的概率可能并不高，震荡筑底缓慢回升更可能是主基调。与A股相比，港股市场投资者的机构化程度与成熟度都更高，这意味着港股投资采用底部配置并长期持有的策略更为有效。所以，在当前港股市场整体处于估值底部区间的背景下，逢低分批布局是较佳的策略，不应对港股短期迅速反转走牛抱有过高期待。

四季度展望：市场不存在系统性风险，仓位不是主要矛盾，仍然是结构至上，周期股行情面临分化。

市场不存在系统性风险，主要表现为：1) 国内经济快速下滑，但政策放松的方向已然明确。当前货币已然宽松，专项债发行也在提速，甚至房地产政策也开始微调。四季度财政、信贷将继续发力。2) 此前

恒大事件一度惊扰市场。但回顾过去几年包商、永煤、海航等信用风险事件，在监管层“不发生系统性金融风险”的底线思维下，最终都以点状爆破结束。3) 尽管海外美欧已逼近或者进入货币边际收缩进程，但流动性整体仍较为宽松，且从海外市场近期表现来看也已逐步消化收缩的预期。

存量博弈格局之下，资金在各个板块中来回涌动，带来今年市场风格的快速轮动、切换、“跷跷板”效应显著。在经历一波供需缺口加大带来的趋势性的上涨后，随着国内经济快速下滑、资源品板块需求端将逐渐下行，四季度尤其是中后期周期股行情或面临更明显的调整分化，资金也因此开始从周期资源品板块去寻找新的进攻方向。

投资策略：预计四季度市场震荡向上修复。投资策略上，除了核心资产优质龙头企业的布局外，可关注阶段性、结构性或主题性机会。

守正：中国核心资产、优质龙头企业。存量经济时代行业集中度提升，优质龙头公司基本面更优，出色的盈利水平将持续。今年股市缺乏整体趋势性提估值的动能，阶段性（分子有支撑/分母有压力）、结构性（核心资产景气分化/中小盘结构机会）、主题性（VR/智能汽车/工业互联网等新产业趋势）是关键词，核心资产长期配置方向不变，需要更关注性价比。持续关注制造相关行业，预计还有主题投资机会。上游资源品业绩增速依然最为突出，带动结构性行情，高端制造业链条景气越发明显。受益于需求上升和产能提升带来的量价齐升因素驱动，新能源汽车、半导体、消费电子和光伏设备链条依然是主线。

重点布局：1) 科技：经历 8 月以来的颠簸调整后，科技成长板块已从之前的亢奋中，再次回到一个可以逢低布局、底部挖掘的位置。并且，孟晚舟回国、中美关系或进入阶段性缓和期，将提振整个科技大方向的情绪。2) 消费：经历年初以来的大幅调整后，消费板块估值已到了相对合理的区间。并且板块年底将迎来估值切换，行业的政策风险也有望缓和。3) 新基建：经济快速下滑、稳增长压力加大、年底实物工作量逐渐落地之下，新基建有望成为财政重点发力的方向。

3.2 固收市场观点：市场波动性加大，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

- ◇ 境内企业信用风险和境外流动性收缩，加大市场波动性
- ◇ 维持投资级债券利率短久期策略，预期美债利率曲线陡峭走势，中资投资级债利差偏窄。
- ◇ 高收益房地产板块信用风险延续，风险溢价大幅提升，谨慎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)	6.72	2.79	11.52	15.54
5年期美国国债 (bps)	18.85	7.55	2.64	60.49
10年期美国国债 (bps)	17.77	1.93	-25.40	57.25
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5年) (bps)	19.03	0.15	19.14	26.91
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-1.63	-0.98	0.07	-1.10
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-0.93	0.41	1.55	-0.14
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-4.15	-5.73	-4.97	-4.52
JACI 亚洲美元债信用利差 (bps)	4.71	5.30	10.03	2.33
JACI 亚洲投资级信用利差 (bps)	0.81	-3.64	0.22	-11.24
JACI 亚洲高收益级信用利差 (bps)	9.46	21.08	30.68	26.17

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截至 2021 年 9 月 30 日

亚洲债券市场

亚洲债券表现较差，中国区表现落后。截止 2021 年 9 月 30 日，摩根大通亚洲债券指数表现为-1.93%，其中高评级债券表现为 0.93%，高息债券表现为-4.15%。按国别区分，前三季度中国区-2.70%。

亚洲高评级债券表现优于高收益债券。截止 2021 年 9 月 30 日，亚洲高评级债券利差为 181 个基点，年初至今利差收窄 24 个基点。

亚洲高收益债券市场表现，其中以中资房地产高收益债券板块大幅下跌。截止 2021 年 9 月 30 日，亚洲高收益债券板块-12.34%，利差为 724 个基点，年初至今利差整体走宽 150 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 61 个基点，EM 整体走宽 70 个基点。亚洲跑输全球的主要原因为，中国房地产行业紧缩政策，导致中资高收益房地产板块信用风险频发，该板块录得大幅下跌，前三季度回报为-19.65%。

中资美元债方面，当月美国联储会议，释放较为鹰派言论，受供应链瓶颈限制，通胀持续时间会比之前预期要长。目前市场预期明年中结束 QE 且年底前首次加息。通胀预期和流动性边际收紧，均导致美国国债收益率上涨，其中 10 年期美国国债收益率从月初的 1.31% 上涨至月末的 1.49%。房地产高收益板块，由于中国执行房地产紧缩政策，房地产公司信用事件和负面报道频发，恒大事件持续发酵，前三季度违约的中资房地产高收益企业包括：华夏幸福，蓝光地产，中国恒大，新力，花样年，较往年违约情况大幅攀升，且出现了像花样年这种属于黄档，半年报现金充裕的企业违约，导致市场对企业报表财务数据的重新审视，风险偏好极度厌恶，房地产板块当月以及今年前三季度投资表现均录得下跌。Markit iBoxx USD Asia ex-Japan China Real Estate High Yield Total Return Index 当月，第三季度和前三季度的表现分别为-10.87%，-16.62%，-19.65%。

回顾 2021 年前三季度，中资美元债，尤其中资房地产高收益债券市场较为波动，我们认为近期影响市场的主要因素包括：1) 美元流动性边际收紧，美债利率上行；2) 美元指数上升，美元短期存在升值压力；3) 房地产企业现金流紧张，信用事件频发，再融资受阻。4) 中美关系。

中国本币债券市场回顾

制造业 PMI 逐月预期，经济增长乏力，预期推出货币财政支持政策。中国 9 月 PMI 官方制造业 PMI 为 49.6，环比回落 0.5，这也是自

2020年3月以来，制造业 PMI 首次跌破荣枯水平。非制造业 PMI 为 53.2，环比回升 5.7，主要是因为 8 月疫情导致基数较底。在经济持续走弱的环境下，预期将推出货币宽松和财政支持措施，所以我们预期中国国债收益率水平将维持在 2.6-3% 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 3 年期 AAA 债券扩宽 11 个基点的波动，3 年期 AA+ 债券扩宽 13 个基点。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

展望第四季度，中资美元债市场受美元流动性和企业基本面等多重因素影响，应把握投资级债券的利差和久期风险，深入分析房地产高收益板块信用风险。

投资评级中资美元债券

随着九月美联储释放较为鹰派言论，美债收益率在维持近半年来的偏平化走势后，短期和长期收益率利差压缩至较窄空间。由于通胀受供应链瓶颈限制，仍将持续较长时间，叠加退出量化宽松和加息预期，美债收率短期存在脉冲式陡峭化风险。

美国 Delta 疫情高点正在过去，经济逐步恢复。美国新冠肺炎确诊病例从前期高点每周新增约 100 万人次，下降至近期的约 70 万人次，且疫苗接种率稳步提高至 56%。ISM Manufacturing PMI 自 2020 年 6 月以来，已经持续超过一年高于 50，9 月数据为 61.1，处于制造业扩张期。随着经济的持续复苏，美国就业数据良好，新增职务空缺高企，7 月更是创了疫情以来的高点，单月新增职务空缺 109 万。目前美元流动性充裕，逆回购金额高达 14,000 亿美元。因此从经济，就业和流动性三方面考虑，退出量化宽松的时机已经成熟，且提早与市场沟通加

息预期，也使市场了解美联储货币政策，减少将来流动性收缩时的市场波动。

需要关注美联储缩减买债计划实施后对市场的冲击，以及美元指数上涨，对新兴市场，尤其是中资美元债市场的流动性和风险偏好冲击。投资标的偏向短久期的高评级债券，以及城投，央企国企永续债，政策性银行 AT1。

高收益级中资美元债券

今年以来，中国政府主动降杠杆，以房住不炒为政策导向，对房地产行业出台各种规管政策，导致资质较弱的房地产企业，现金流阶段性紧张，各类超预期信用风险事件和负面新闻频发，使得投资者风险规避情绪上升，该板块。截止前三季度，已经发生信用事件的房地产企业包括：华夏幸福，蓝光地产，阳光 100，中国恒大，鑫苑置业，新力地产，花样年。

由于高收益房地产债券二级市场波动，收益率水平大幅上升，投资者风险偏好下降，导致一级新发市场萎缩。外部融资环境的收紧，叠加内部监管加强，企业流动性阶段性紧张，对资质较弱的房地产企业，信用风险进一步提升。

目前政策面对房地产行业出台维护稳定措施，包括：保证交楼，加快贷款审批流程，提前发放贷款额度等，但从政策面底部到基本面底部仍需时间验证，尤其是在房价开始松动期间。另外，花样年违约事件，给市场造成不良影响，投资者对房地产企业的还债意愿和财务报表真实性更为谨慎。

在政策未出台明确扶持措施，行业加速出清阶段，对房地产高收益板块仍持谨慎态度。在控制信用风险的同时，需要警惕久期风险，减少价格对组合波动影响，可谨慎持有短久期，资质较好的被“错杀”的企业，以赚取债券利息为主要投资策略。

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。