

全球资产展望-2021 年 11 月

经济逐步走出阴霾 风险资产继续表现

资产配置观点

- 上月，我们在战略配置采用“中周期再加速”的宏观场景，总量上增加了风险资产的配置比例。战术配置上，侧重非美资产、商品和股票，增加大中华股票的配置比重。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。上月全球股市普遍上涨，美股涨幅更大，成长好于价值，美债收益率则震荡向上。与我们的配置观点大体一致。
- 本月战略配置将继续采用“中周期再加速”的宏观场景，维持风险资产较高的配置比例。美国经济经过第 3 季度的减速后，随着经济重启，4 季度美国经济有望加速。美联储已宣布缩减购债规模，符合市场预期，打消市场对于美联储加快收紧市场流动性的担忧，这有利于中期战术配置上继续维持偏重风险资产。
- 本月战术配置基于“美联储鸽派收紧+中国政策渐进放松+经济预期再加速”的宏观主题，美国通胀预期持续上升，令市场对联储能否维持当前的购债缩减速度和加息节奏存在怀疑，由此触发美股的阶段回调，但由于美国国债和公司债的利率水平仍太低，难以推动美股进入熊市；另一方面，中国政府正逐步对财政、货币、信贷、双碳目标以及房地产行业政策逐步做出调整以应对困局，并逐步扩大经济托底的力度，能源、电力供应瓶颈已得到有效缓解，社融增速已在 10 月出现见底迹象，但制造业景气度的修复仍需时间。因此，我们在战术上继续偏重风险资产，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，美股配置偏重科技、非必选、工业、银行等板块。同时继续做空美国国债，做多澳元、人民币等货币以及铜、油等商品。

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	()	()
——成长	()	
——周期	()	
——价值	()	
——中小盘	()	
欧洲股票	()	()
新兴市场股票	()	()
大中华股票	()	()
——成长	()	
——周期	()	
——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 海外宏观：美国就业市场强劲，通胀超预期，经济或将出现再加速.....	3
1.1.1 美国 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 疫情好转叠加新冠失业救济金退出，美国新增非农就业大幅增长，时薪上升压力有所减缓	4
1.1.3 全球制造业景气持续下滑，美国制造业 PMI 韧性更强	5
1.1.4 美国 CPI 超预期上行，通胀驱动力有从外生因素和基数效应转向服务需求和人力成本提升的迹象	5
1.2 国内宏观：政策处于“稳货币+稳信用”阶段	6
1.2.1 经济景气下滑及政策收紧所带来的融资需求下降和信用收缩惯性仍在，但财政和信贷政策已开始发力，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，出口韧性仍强	8
1.2.3 PPI 短期仍有上冲动力，但已处于顶部区域，CPI 拐点已现，年底 PPI-CPI 剪刀差将逐步收敛	9
二、大类资产展望.....	10
2.1 美债利率：Taper 落地，但美国实际利率目前仍处于较低水平，随着疫后解封、基建法案通过以及经济持续复苏，美国长端利率向上动能仍在.....	10
2.2 国内利率：短期难有趋势性机会，预计将维持区间震荡.....	12
三、市场观点.....	16
3.1 股票市场观点：市场将在震荡中逐步走出磨底阶段.....	16
3.1.1 股票市场回顾	16
3.1.2 基金经理观点	18
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.....	21
3.2.1 债券市场回顾	21
3.2.2 基金经理观点	23

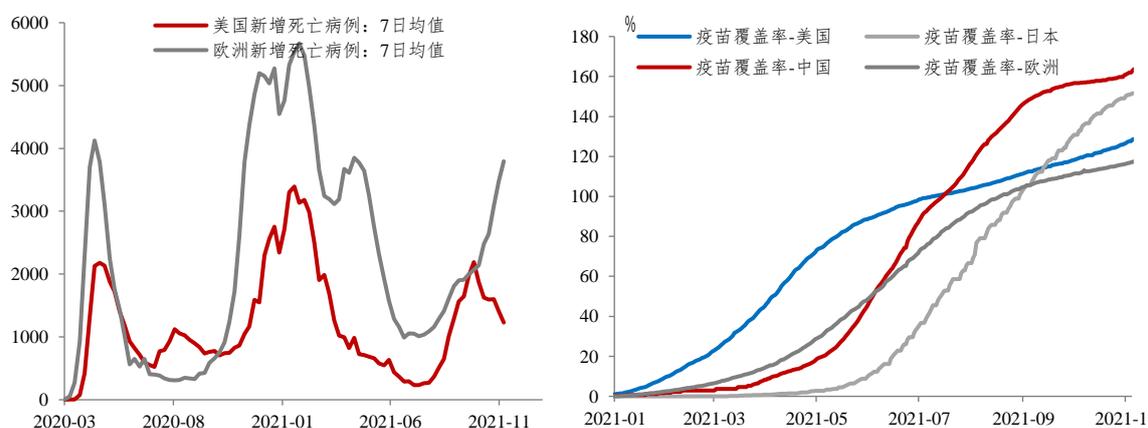
一、全球经济周期

1.1 海外宏观：美国就业市场强劲，通胀超预期，经济或将出现再加速

1.1.1 美国 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，美国 Delta 疫情有所减缓，7 天日均新增病例及新增死亡均出现明显下降，欧洲疫情则有所加重。当前，美、欧疫苗接种率达 120 剂/百人，日本疫苗接种率快速提升，已达 150 剂/百人，中国疫苗接种率超 160 剂/百人，领先美欧日，近期第三针疫苗开打也推动接种率明显上升。

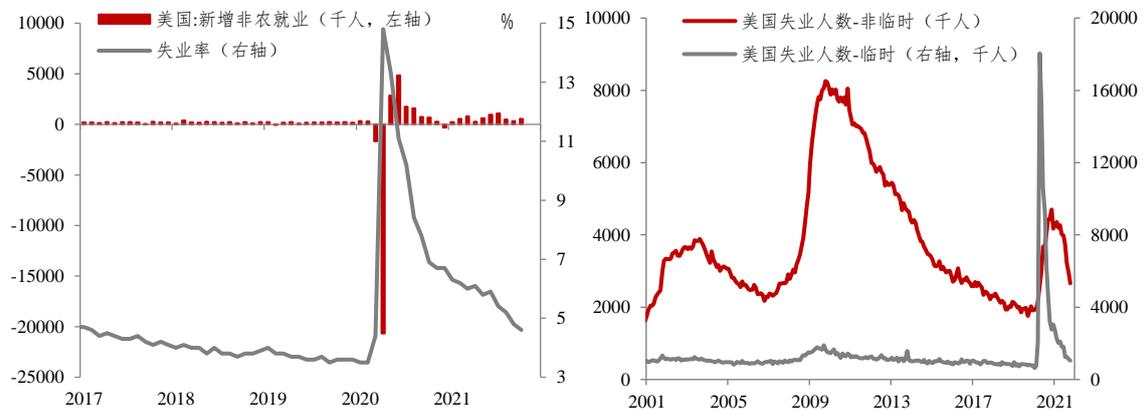
近期，辉瑞继默沙东之后也公布了其新研发的抗新冠口服药的临床研究结果，显示其可使轻度、中度患者住院或死亡概率降低 89%，默沙东的抗新冠口服药也已经在英国获批上市。此外，中科院与清华、北大的研究团队预计也将在不久的将来发布中国的抗新冠药物临床数据。新冠特效药的出现为终结新冠疫情带来了另一种路径，新冠治疗逻辑可能迎来改变，从“疫苗”过渡至“疫苗+特效药”，同时也完善了整个新冠治疗环节：1) 前期，疫苗可防止 90% 以上的有症状感染；2) 症状初期，可通过服用抗新冠药物降低 85% 以上的住院死亡率；3) 中后期，则可通过注射中和抗体降低 70% 左右的重症率。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

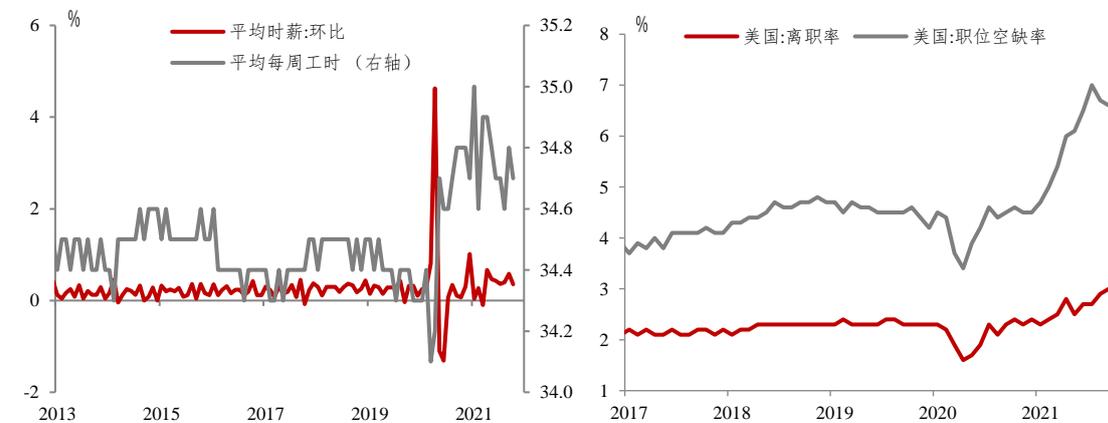
1.1.2 疫情好转叠加新冠失业救济金退出,美国新增非农就业大幅增长,时薪上升压力有所减缓

受 Delta 疫情好转以及新冠失业救济金完全停发的影响,美国 10 月新增非农就业 53.1 万人,超市场预期和前值,休闲酒店业、商业服务、教育和保健业以及制造业均出现明显回升,临时失业和非临时失业都出现明显下滑,失业率也从 4.8% 持续下降至 4.6%,显示美国就业市场修复动能仍然较为强劲。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

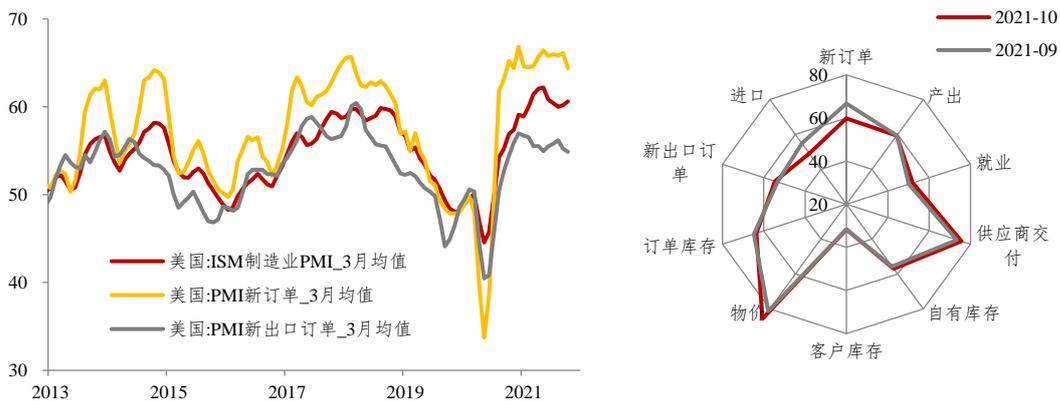
小时工资环比上升 0.4%, 低于前值且职位空缺率开始下降,显示薪酬上升压力有所减缓,美国劳动力市场的供给开始逐步得到释放。



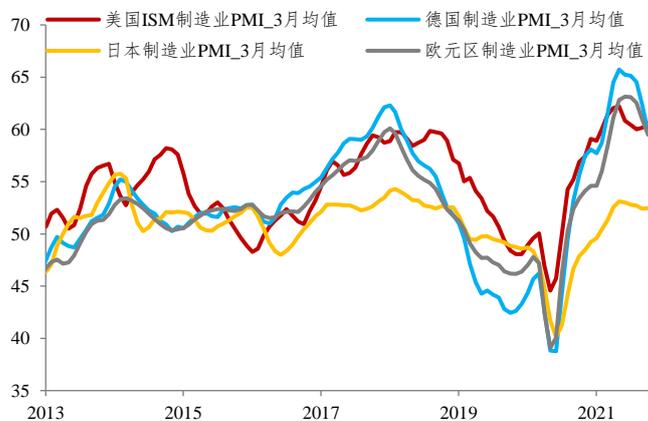
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.3 全球制造业景气持续下滑，美国制造业 PMI 韧性更强

全球制造业景气度持续下滑，但美国韧性更强。10月ISM制造业PMI达60.8略高于预期，也高于其他主要经济体。但从结构来看，主要受物价指数支撑，表征内需的新订单及进口分项下降较多。欧元区及德国的制造业景气度则持续下滑，日本制造业PMI则有所反弹。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

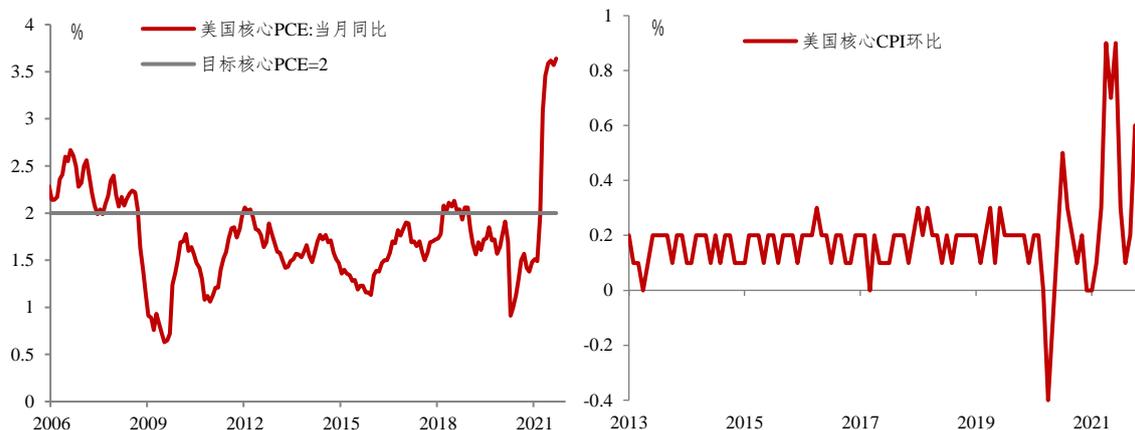


数据来源：Wind，工银资管（全球）

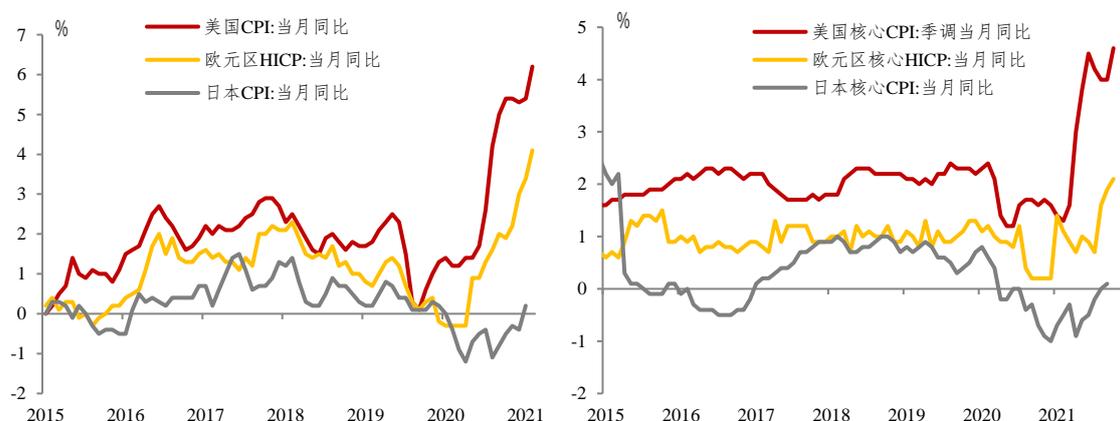
1.1.4 美国 CPI 超预期上行，通胀驱动力有从外生因素和基数效应转向服务需求和人力成本提升的迹象

美国10月CPI同比增6.2%，环比增0.9%，均大幅高于预期和前值，食品、新车、二手车、能源、租金均有明显上升，全球大宗商品上行

叠加生产供应链紧张推升通胀超预期上行。此外，9月核心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)



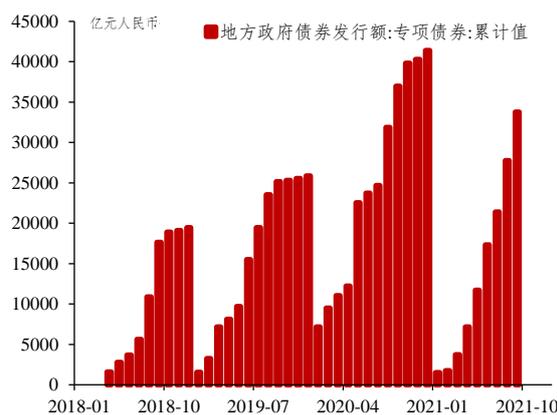
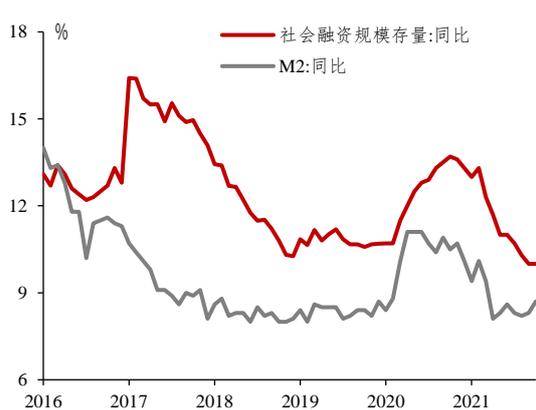
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 国内宏观：政策处于“稳货币+稳信用”阶段

1.2.1 经济景气下滑及政策收紧所带来的融资需求下降和信用收缩惯性仍在，但财政和信贷政策已开始发力，预计社融增速将在四季度见底

中国 10 月社融存量同比增 10%，与上月持平，国内信用收缩开始出现企稳迹象。730 政治局后，中央将“保增长”放在了更重要的位置上，稳基建的导向明确。因此，三季度政府债发行放量以及政策限制开始边际放松，但经济景气下滑导致的实体经济融资需求持续下降，政策收紧也带来了地产债融资、地产销售下降，表现为企业和居民中长期贷款增速持续下滑。但从 10 月开始，居民中长期贷款的同比增速开始从少增转为多增，这意味着央行与银保监会在房地产政策上增加弹性的效果逐步显现，地产融资开始得到合理支持。此外，政府债、企业债以及表外融资的 12 月环比增速均值也开始企稳。

当前经济景气下滑以及之前地产政策偏紧所带来的融资需求下降和信用收缩惯性仍在，但财政政策和信贷政策都已开始发力对经济进行托底，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)

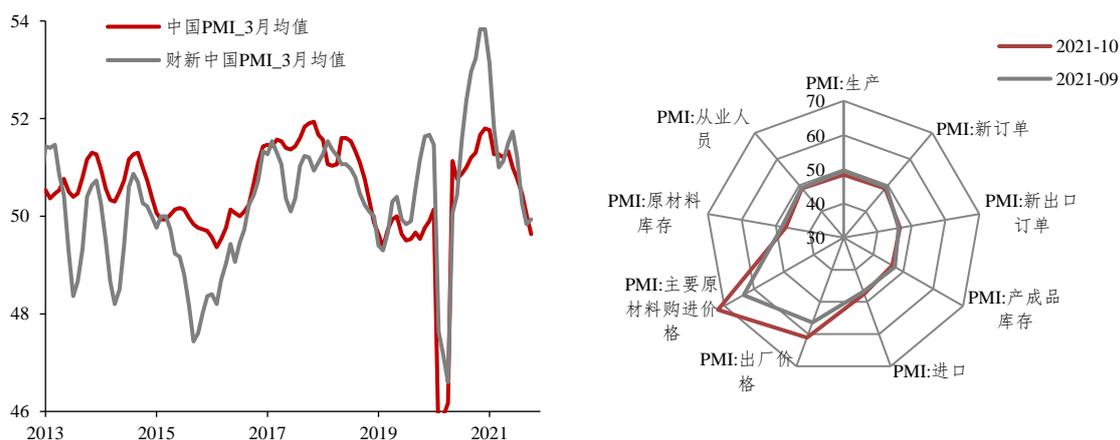


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

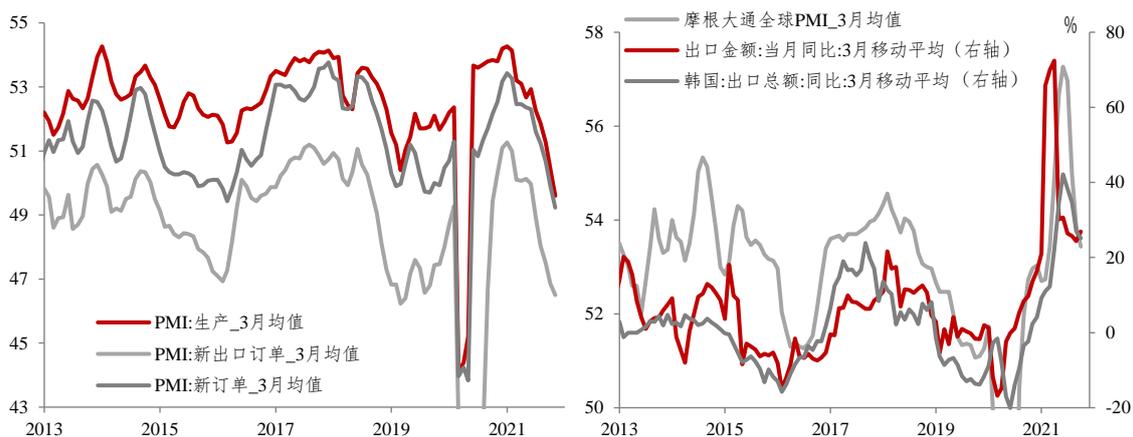
1.2.2 中国制造业景气度仍在继续下滑，出口韧性仍强

中国 10 月中采制造业 PMI 为 49.2，连续两个月处于荣枯线以下。从分项上看，价格指数持续上升，表征内需的新订单、生产分项持续下降，显示内生经济动能仍在持续下降。不过，表征外需的新出口订单都有所回升，这与出口数据相互印证，10 月出口金额同比增 28.1%，并无趋势性减速的特征，显示外需仍然偏强。

当前中国经济景气度仍在下滑，但出口强劲叠加财政信贷政策逐步发力，预计中国经济仍然保持较强韧性。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



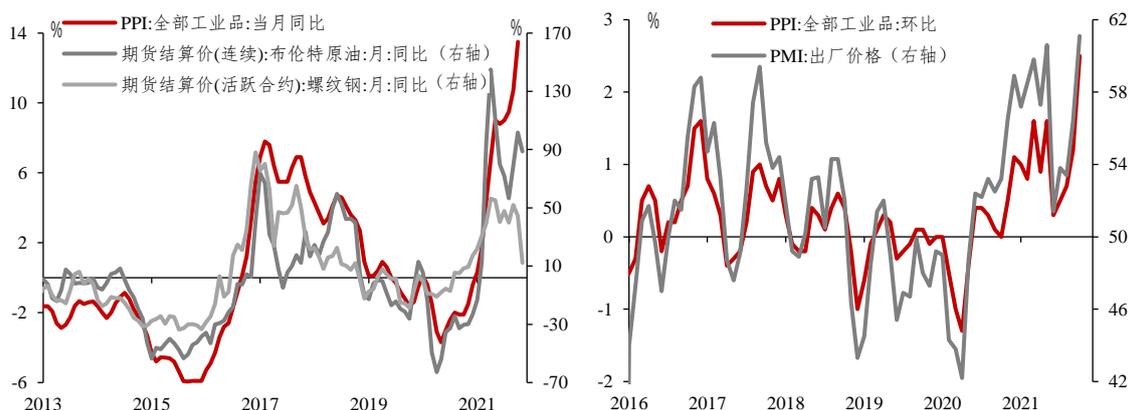
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

**1.2.3 PPI 短期仍有上冲动力，但已处于顶部区域，CPI 拐点已现，
年底 PPI-CPI 剪刀差将逐步收敛**

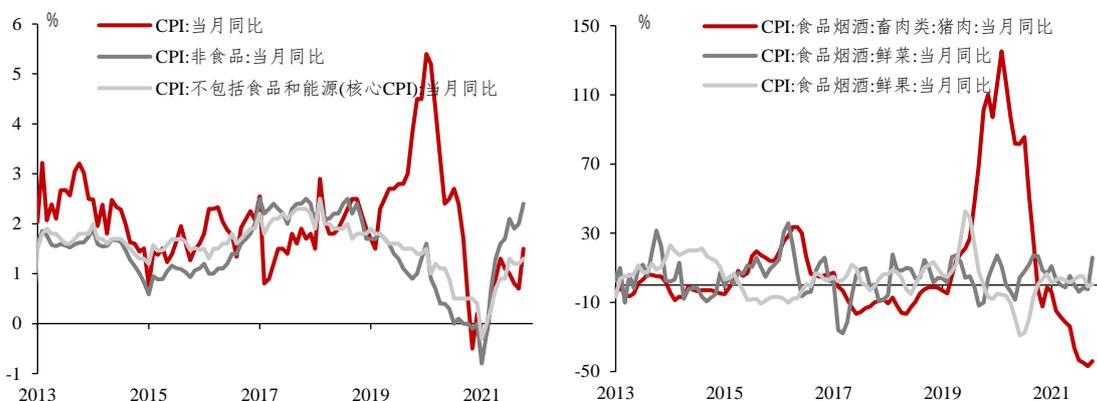
国内 10 月 PPI 同比高达 13.5%，环比也升至 2.5%，均大幅超越预期和前值，主要受全球定价的大宗商品上行以及国内部分能源和原材料供给偏紧支撑。根据我们的测算，国内 PPI 短期仍有上冲动力，但已达顶部区域。

国内 10 月 CPI 在鲜菜的带动下加快上升，同比增速从 0.7% 大幅升至 1.5%，非食品 CPI 和核心 CPI 也出现明显回升。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。因此，CPI 的拐点已现。

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，但未来随着 PPI 逐步见顶，预计 PPI-CPI 剪刀差将在年底开始逐步收敛。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

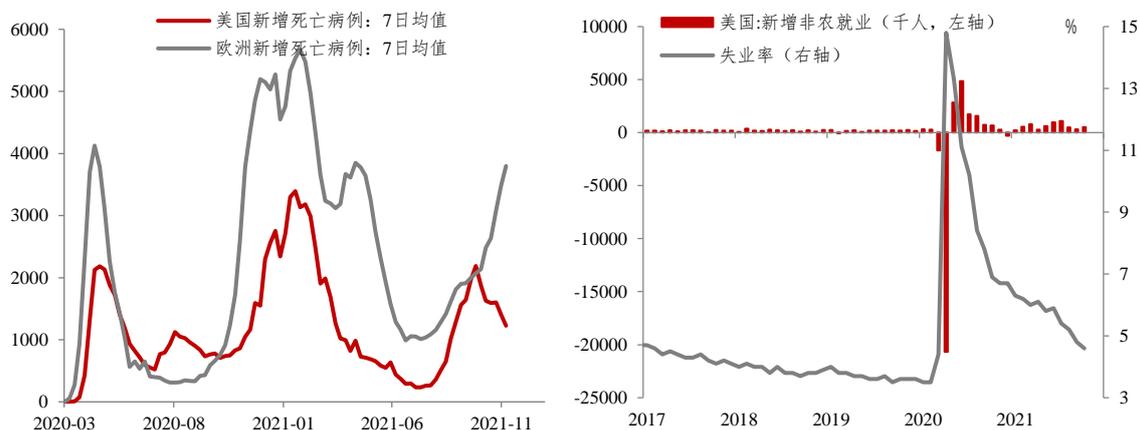
二、大类资产展望

2.1 美债利率: Taper 落地, 但美国实际利率目前仍处于较低水平, 随着疫后解封、基建法案通过以及经济持续复苏, 美国长端利率向上动能仍在

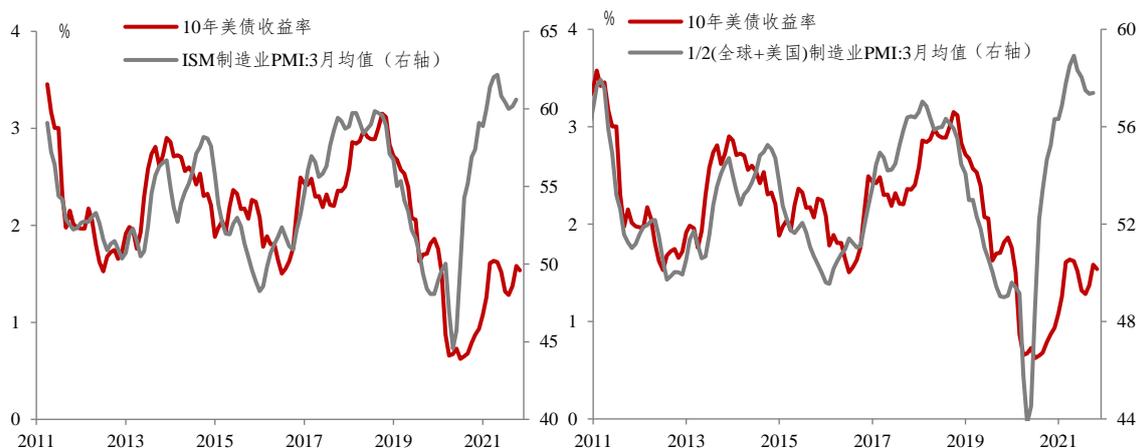
近期, 美联储发布 11 月议息会议决议, 维持联邦基金利率不变, 并如预期地给出了缩减购债规模的时间表: 每月减少购买 100 亿美元美国国债以及 50 亿美元 MBS, 直至明年 6 月底结束本轮 QE。

当前市场的宏观主题正逐步进化为: 美国经济再加速叠加联储跟随市场逐步提前加息。如果美国劳动力市场加快走向充分就业, 市场将持续预期美联储将被迫提前加息, 那么, 本轮经济周期的尾部可能将

出现。如果市场认为充分就业还很遥远，美联储并不着急加息，则随着美国经济再加速，美债收益率曲线将会逐步陡峭向上。因此，矛盾焦点集中于本轮经济周期的“充分就业点”在哪里，以及通胀是否会持续。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



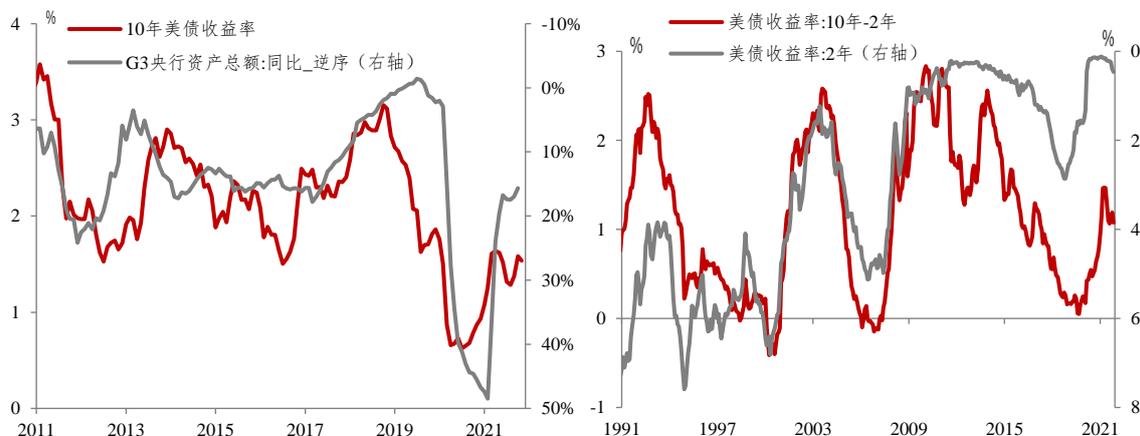
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

就通胀而言，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。



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

购债缩减时间表确定并不代表利空出尽,今年4月以后,美国实际利率目前仍处于较低水平,随着疫后解封、基建法案通过以及经济持续复苏,美国长端利率向上动能仍在,预计10年国债收益率分阶段目标为1.77%,2.0%和2.4%。

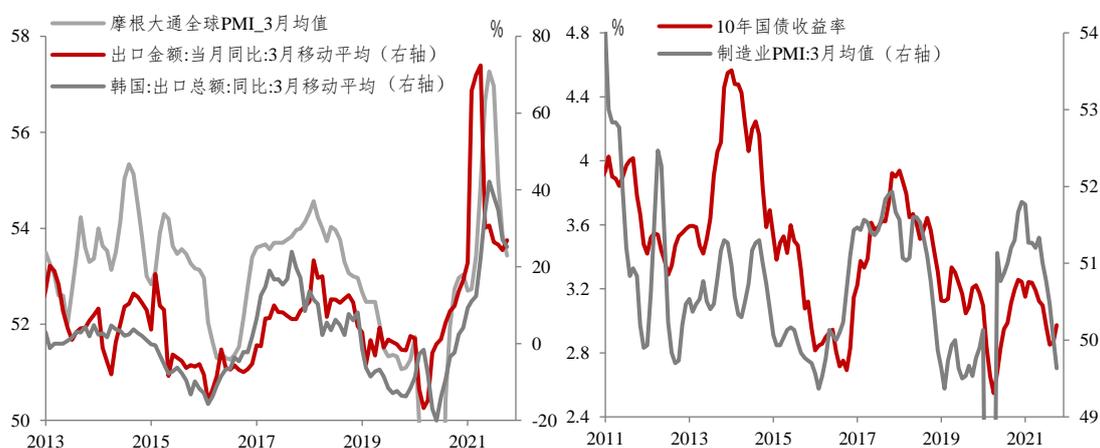


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2 国内利率: 短期难有趋势性机会, 预计将维持区间震荡

从经济基本面维度看,供给收缩以及地产链下行带动经济景气度继续走弱,仍对长端利率形成一定压制。中国10月制造业PMI继续下滑,表征内需的新订单、生产分项全面回落,但财新制造业PMI以及表征

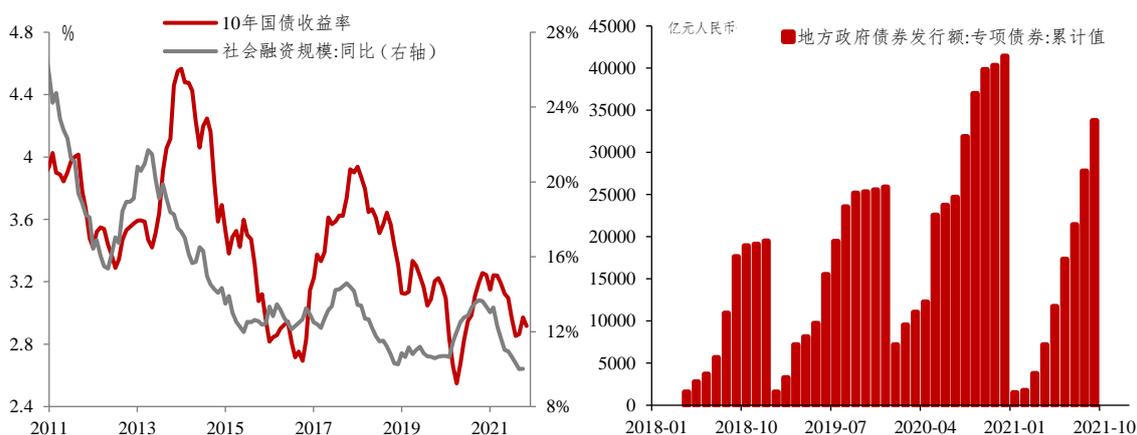
外需的新出口订单则有所回升。当前中国经济景气度仍处于探底过程之中，基本面边际变化的拐点还未确认，但经济基本面维度对长端利率的压制已基本得到反应，目前并非核心驱动力。



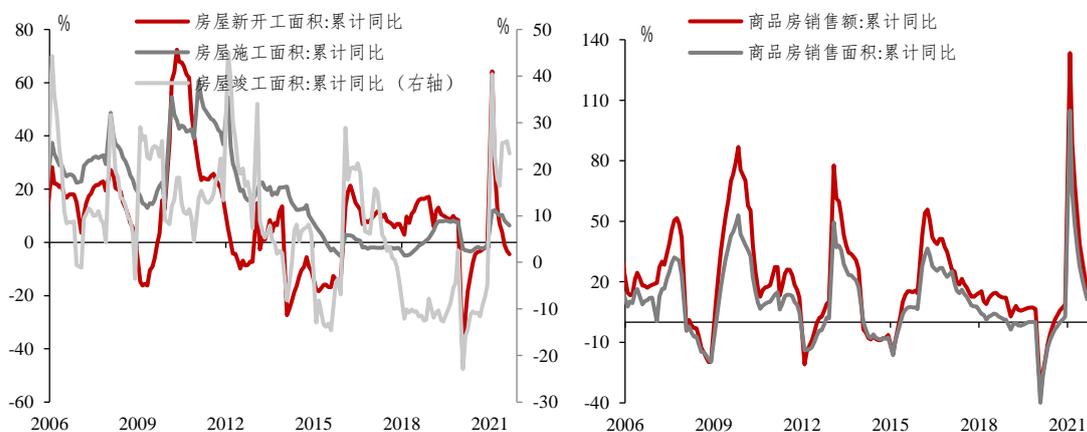
数据来源：Wind，工银资管（全球）

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。10月社融增速与上月持平，国内信用收缩开始出现企稳迹象。730政治局后，中央将“保增长”放在了更重要的位置上，推动政府债发行在三季度开始放量，但经济景气下滑导致的实体经济融资需求持续下降，政策收紧也带来了地产债融资、地产销售下降。

但从10月开始，随着地产链压力超预期上升，央行的信贷政策已经开始逐步向地产端倾斜，地产融资也逐步得到合理支持，居民中长期贷款的同比增速开始从少增转为多增。因此，如果地产下行预期能得以稳住，叠加政府债供给增加，则信用收缩将逐步企稳，之前推动利率持续下行的“资产荒”逻辑也会出现弱化。

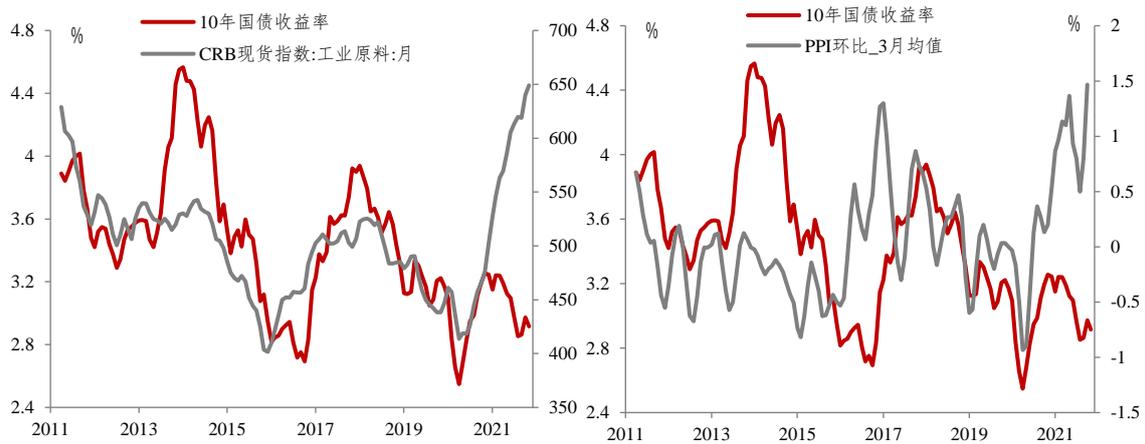


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



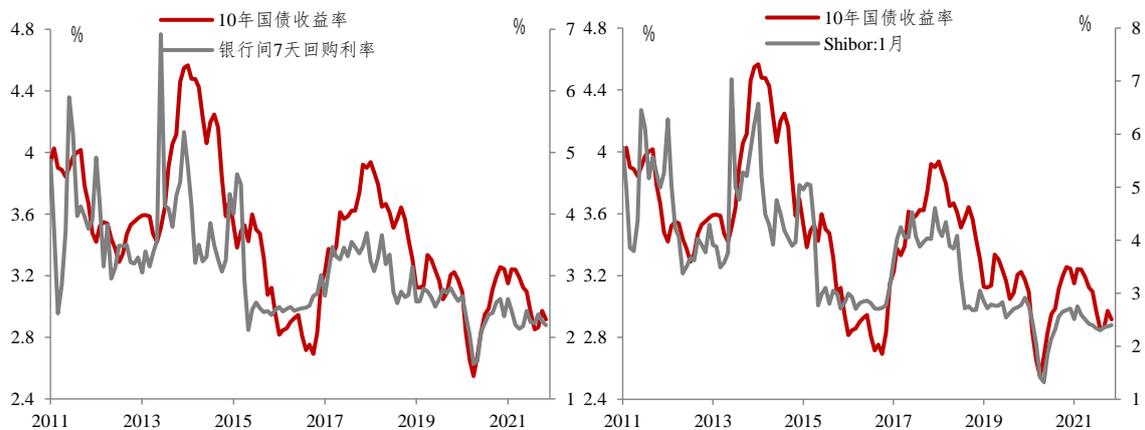
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从通胀维度看, 预计债市对通胀的敏感度将逐步提高。受全球定价的大宗商品上行以及国内部分能源和原材料供给偏紧支撑的影响, 国内 10 月 PPI 同比高达 13.5%, 大幅超越预期和前值, 但根据我们的测算, PPI 短期虽仍有上冲动力, 但已达顶部区域。而 10 月 CPI 在鲜菜的带动下开始加快上升, 同比增速从 0.7% 大幅升至 1.5%, 叠加猪肉价格已在底部逐步企稳, 后续下跌空间有限。此外, 核心 CPI 以及非食品 CPI 也出现大幅上升, CPI 的拐点已现, 未来对货币政策的制约将逐步加大。

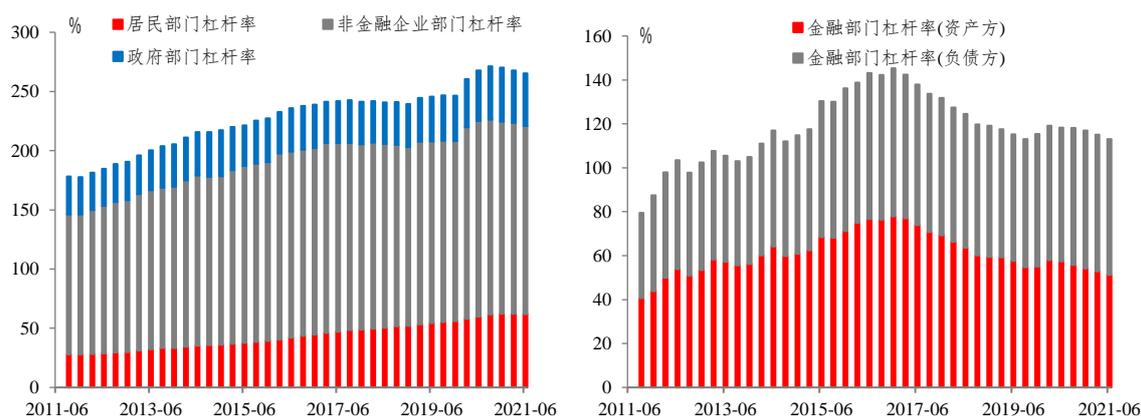


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从政策维度看, 730 政治局会议后, 政策对经济的托底力度加大, 但央行三季度金融数据新闻发布会后, 市场降准预期落空。不过, 近期央行仍通过加大公开市场投放力度, 显示央行并非趋势性收紧流动性, 国债收益率开始震荡下行。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

展望未来, 当前市场资金面仍处于中性偏宽松状态, 供给收缩以及地产链下行所带来的经济基本面走弱仍将持续一段时间, 但地产信贷政策开始纠偏, 财政政策也将在未来两个季度持续发力, 之前主导国内利率的“资产荒”逻辑将有所弱化, 叠加通胀影响逐步显现, 预计长端利率难有趋势性机会, 将维持区间震荡。

三、市场观点

3.1 股票市场观点: 市场将在震荡中逐步走出磨底阶段

- ◇ 中美市场行情分化加剧, 美股加息预期难挡高涨情绪, 中国股市正经历经济及政策双触底的磨底阶段。
- ◇ 市场展望: 市场不存在系统性风险, 仍会区间震荡, 反复磨底。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, 新能源、医疗保健、科技、消费是重点布局的主线。

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	6.81	5.04	11.66	24.08
纳斯达克	9.03	6.92	17.73	22.68
MSCI 亚洲	1.77	-1.2	-1.71	-1.89
MSCI 中国	0.43	2.44	6.75	4.55
恒生指数	4.11	-4.5	-12.49	-8.10
恒生国企指数	4.36	-3.9	-14.84	-14.85
恒生科技指数	6.89	-4.95	-16.79	-24.45
恒生资讯科技业	8.24	0.65	-18.58	-22.89
恒生非必需性消费业	5.46	-5.97	-3.35	-2.12
恒生必需性消费业	2.67	-1.49	-10.28	-17.71
恒生金融业	2.64	-2.69	-12.14	-5.09
沪深 300	-0.05	-1.43	-2.57	-6.66
创业板指数	3.97	-2.98	15.47	13.73
汽车(申万)	12.32	6.75	28.4	19.57
电气设备(申万)	12.21	17.01	59.47	57.21
农林牧渔(申万)	10.09	15.28	-1.22	-5.16
国防军工(申万)	7.10	8.64	32.47	2.3
电子(申万)	5.68	-2.52	18.92	9.85
通信(申万)	2.48	-6.65	10.66	-6.33
食品饮料(申万)	1.94	3.71	-2.71	-10.79
传媒(申万)	1.82	2.64	-8.31	-15.98

资料来源: WIND, 工银资管(全球)选取整理最近 20 日恒生行业领先板块指数以及 A 股申万一级涨幅排名前八的板块指数, 截至 2021 年 10 月 31 日。

港股方面, 最近 20 日恒生指数上涨 4.11%, 恒生国企指数上涨 4.36%, 恒生科技指数上涨 6.89%。10 月份市场整体转跌为升, 随着中国监管政策的逐渐落地, 担忧情绪逐渐钝化, 中资科网股强劲反弹, 带动市场情绪持续向好。房产税改革试点工作的启动早于市场预期, 加上华北地区疫情再度爆发, 令月末的内房、餐饮及旅游等板块下跌, 抵消月初因社零改善带来的部分上涨。部分企业披露了第三季度业绩, 经营表现好坏参半, 未能成为股市短期的催化剂, 板块表现进一步分化。板块方面, 资讯科技板块领涨, 非必需消费品、必需消费品、金融表

现较好，分别上涨 8.24%、5.46%、2.67%、2.64%。医疗保健、地产建筑、能源、工业板块跌幅居前，分别下跌 8.63%、5.33%、5.15%、1.43%。

A 股方面，最近 20 日沪深 300 指数下跌 0.05%，创业板指数上涨 3.97%。10 月份 A 股主要以弱市整理为主，板块分化较大，两市共 3500 只个股上涨，949 只个股下跌。三季报披露收官在即，大幅增长的个股随着业绩的出炉应声上涨。消费股依旧活跃，汽车、乳业、酿酒板块批量涨停。随着 Facebook 更名为 Meta 深耕元宇宙，带动相关概念股大涨。新能源板块持续受到追捧，光伏、风电储能等板块大涨，“宁王”宁德时代再创历史新高。换电、芯片、军工、培育钻石等多个题材活跃，保险、电力、银行、油气概念、有机硅板块表现不佳。细分板块方面，汽车、电气设备、农林牧渔、国防军工、电子、通信、食品饮料、传媒分别领涨 12.32%、12.21%、10.09%、7.10%、5.68%、2.48%、1.94%。跌幅靠前的板块有钢铁、采掘、房地产、公用事业、休闲服务，分别下跌 15.65%、15.03%、10.64%、8.65%、6.53%。

外围市场方面，标普 500 指数最近 20 日上涨 6.81%，纳斯达克上涨 9.03%，继续创造历史新高。从全球主权债券市场震荡到能源成本飙升，10 月美股市场波动最为剧烈，尽管明星科技股业绩喜忧参半，也无法阻止美股三大指数集体上涨。尽管市场对滞涨预期较高，担心通胀持续时间过长以及美联储提前加息，支撑股市上涨的因素是，在供应链危机和成本价格飙升带来的悲观情绪下，企业盈利却仍继续保持增长。标普 500 指数成份股中，超过 80% 的公司在本季度的收益超过了分析师的预期，利润率非但没有像市场担心的那样萎缩，反而继续扩张。

3.1.2 基金经理观点

当前市场观点：中美市场行情分化加剧，美股加息预期难挡高涨情绪，中国股市正经历经济及政策双触底的磨底阶段。

海外方面，三季度美国经济增速放缓，带来滞涨担忧，市场预计联储会被迫提前加息，导致收益率曲线变平。然而，Taper 温和落地以及

企业三季度业绩普遍超预期情况进一步刺激市场情绪，以科技股为首的板块带动美股整体上涨。10月份美国就业强劲恢复，打消需求不足的忧虑，经济四季度可能呈现再加速。目前美股偏贵，四季度回调可能性在增加。

国内方面，大类资产轮动向下正在发生，预计四季度阶段性会呈现股、商品、利率、新兴市场汇率同步下跌。但随着中国经济触底回升，政策底逐步显现，流动性不会进一步收紧，房地产市场资金有望流入股市，大类资产轮动有望在年底或明年年初重新回升。价值股基本收复疫情期间的跑输幅度，考虑到美债利率前景，价值短期可能优于成长，但长期成长股或跑赢。

港股方面，恒生指数市净率再次跌破 1.1，距离“破净”仅一步之遥。恒指“破净”从未超过半年，且过去 20 年仅发生 4 次。这意味着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。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。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，不对港股短期迅速反转走牛抱有过度期待。

A 股方面，全球流动性拐点来临，但国内流动性依然充裕，在“房住不炒”的背景下，增量资金有望保持持续入市的态势，但节奏较前两年有所放缓。三季报披露结束后，中小市值、题材板块活跃度明显上升，一方面反映出市场对于企业盈利的担忧告一段落，另一方面反映出流动性预期转稳。不过，由于机构重仓的股票估值处于历史较高水平，A 股行情将逐步转向平淡，但仍有结构性投资机会。根据 A 股目前所处的阶段，大盘风格相对占优；主线沿着“逆周期”和“顺科技”两个方向布局。逆周期政策布局“流动性改善”“稳社融”“新

能源”“稳地产”“促消费”；科技领域关注“元宇宙+VR”以及 AIOT 应用落地（智能驾驶+工业互联网）。

市场展望：市场不存在系统性风险，仍会区间震荡，反复磨底。

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，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：坚持核心资产优质龙头企业的布局，此外可关注阶段性、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，高端制造业链条高景气越发明显。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) 新能源：受政策利好影响，新能源板块景气度维持在高位，板块上涨势能仍在延续，核心关注新能源整车、锂电、光伏板块。2) 医疗保健：受连续集采和新冠口服药共振影响，医疗板块自7月以来连续回调，估值性价比初步显现，重点关注CXO，创新生物科技板块。3) 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。核心关注电商、短视频板块。4) 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，核心关注非必选消费中高景气度的运动鞋服、化妆品、白酒、消费电子板块。

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

- ✧ 中资地产板块风险溢价溢出到投资级板块，信用利差逐渐显示配置价值，加仓机会来临。
- ✧ 高收益房地产板块信用风险继续扩散，目前来讲市场仍然持续动荡，未到加仓时刻。

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)	22.15	31.31	33.76	37.69
5年期美国国债 (bps)	21.82	49.36	33.70	82.32
10年期美国国债 (bps)	6.66	33.08	-7.29	63.91
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5年) (bps)	-4.25	-12.44	-2.00	22.66
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-1.35	-1.91	-1.43	-2.44
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-0.31	-0.45	1.43	-0.45
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-5.17	-7.23	-11.01	-9.46
JACI 亚洲美元债信用利差 (bps)	10.26	4.88	32.06	16.90

JACI 亚洲投资级信用利差 (bps)	0.47	-13.52	-7.04	-24.17
JACI 亚洲高收益级信用利差 (bps)	120.43	130.00	285.11	270.71

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截至 2021 年 10 月 29 日

亚洲债券市场

亚洲美元债券市场持续表现分化。亚洲高评级债券表现优于高收益债券。Markit iBoxx 中资美元债投资级指数, 10 月下跌 0.30%, 第三季度上涨 1.74%, 年初至今上涨 0.12%

亚洲高收益债券市场受到中资房地产债券拖累, 整体偏弱, 继续之前到大幅回调, 2021 年 10 月, Markit iBoxx 中资美元债高收益指数, 10 月下跌 9.87%, 第三季度下跌 9.82%, 年初至今下跌 24.2%

中资美元债方面, 由于内地房企受政策打压经营吃紧, 中资美元债高收益板块受波及: 7 月因地产政策收紧、恒大走入困境等消息, 中资美元债有所回调; 8 月因二轮供地政策纠偏、恒大变卖资产等消息, 市场情绪有所回暖; 但进入 9 月直至 10 月初, 市场接连受到恒大、新力和花样年等多个风险事件发酵和政策不放松的恐慌影响, 恐慌情绪有所上行, 月内跌幅创年内新高, 第三季度 Markit iBoxx 中资美元债高收益指数回撤 6.00%, Markit iBoxx 中资美元债总指数回撤 2.00%。10 月 4 日, 花样年的自愿违约更是触发了房企信用的敏感神经, 导致大陆十一假日期间高收益地产美元债的进一步无差别抛售。

目前中央对于房地产的高压调控政策, 在以下 3 个方面给内房带来压力, 包括: 1) 销售端走弱, 按揭销售回款又被严重延期 (3-6 个月), 致使房企专注保现金流, 项目投放节奏减缓, 新开工疲软; 2) 拿地端走弱, 土拍政策执行较严, 对于房企而言友好度后仍严重不足, 大量土地流拍, 牵连地方土地财政收入; 3) 融资端走弱, 银行融资审慎, 非标融资受限, 融资压力本身已经很大的情况下, 对部分地方政府可用融资额度产生挤出效应, 本身可用金融机构额度受到挤压。

中国本币债券市场回顾

第三季度以来，10 年期国债利率从 3.10% 跌至近 2.80% 的低位，z 主要原因是：1) 二季度积压的通胀担忧有所缓解；2) 经济增速放缓迹象开始显现；3) 央行意外降准，使得市场对中国人民银行进一步降息的预期被市场消化。

10 年期国债利率月中上升，冲破 3.0%，主要受 1) 商品价格快速反弹；2) 全球收益率上升；3) 地方政府债券大量发行；4) 预期在季度前银行间流动性趋紧企业纳税。

房地产行业前景迅速恶化、新冠肺炎疫情多次区域性但出人意料的爆发、央行向银行间大量注入流动性以及政府对原材料市场的干预导致 10 年期收益率在 10 月下旬稳步走低。

因此，从资金面和资产配置角度看，在全球优质高息资产仍较为缺乏，在信用风险增加的环境下，人民币国债配置价值仍然存在。

3.2.2 基金经理观点

市场展望：中资美元债市场正经历信用冲击事件的恢复期，在市场情绪及估值缓慢恢复的背景下，我们偏好投资级债券，及部分前期估值被错杀的、基本面稳健的高收益发行人。

投资评级中资美元债券

美联储如期宣布缩减计划，市场反应稳定，表现了之前对于该事件的充分预期与定价，因此利率端对于投资级债券端影响不大。

我们已经见到中资地产板块的风险溢出到中资投资级板块，原因有：市场情绪低迷。部分杠杆产品爆仓导致进一步的卖压出现，加剧下跌。中国和非中国投资级债券的信用利差之间仍有很大的差距。

我们认为中国国企业的永续债仍然具有良好的投资价值。高收益市场表现越弱，投资者就会更加重视国企良好的还款能力和意愿。未来如

果遇到中国高收益板块的风险溢出而出现市场波动，相信这是以更便宜的价格购买中国国机的机会

因此，未来几个月存在适当加仓投资级债券的机会。

高收益级中资美元债券

今年以来内房板块违约风险显著上升，目前对于高收益板块，预计短期内政策发生大的转向的可能性偏低。虽然中长期仍然看好中国房地产高收益债券，但短期内我们预计市场波动率将维持在高位。

目前，政府已经采取了一些措施来帮助筹集资金，但地产商的流动性风险仍然很高。例如到期的财富管理产品、ABS、及被调降信用评级触发了贷款加速到期等。

目前市场估值相对极端，与公允价值具有较大等背离，叠加短期大环境不确定性较高，市场虽然接近底部，但全面抄底时机仍然未到。

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。