

2022 年全球资产展望

机遇与风险并存 投资应保持定力

资产配置观点

- 上月，我们在战略配置中采用“中周期扩张”的宏观场景，维持风险资产较高的配置比例。战术上侧重非美资产，增加新兴市场，特别是港股和 A 股的配置比例，美股配置则偏重科技、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。上月实际铜、油等商品价格大幅上涨，美股先下后上，新兴市场股市表现较差，美债收益率维持区间震荡，与我们的配置观点部分有出入。
- 展望明年，战略配置将继续采用“中周期扩张”的宏观场景，投资应保持定力，当前发达国家经济仍维持扩张态势，就业和消费持续修复，维持风险资产较高的配置比例。但需警惕经济后期可能减速和流动性周期可能出现剧烈转折的冲击。
- 战术配置将基于“美国经济将减速+联储收紧+中国加大宽松力度”的宏观主题，适当增加美国市场的防御。美国就业市场继续改善，经济仍处于复苏扩张阶段，但增速将逐步回落至长期潜在增长水平，鉴于劳动力市场离充分就业已经不远，持续的通胀压力令美联储加快缩表步伐，并准备提前开启加息周期。中国经济持续放缓，结构性的宽松尚未体现到总量的改善，但中国政府也开始逐步加大政策调控力度。随着政策兜底力度的加强，社融、货币供给和投资等方面的数据将触底反弹，但信用宽松将主要体现在“新基建”领域，因而经济复苏的力度并不会太强。在当前宏观场景下，我们在结构上继续侧重大中华股票，适当降低欧元区、日本和美国市场的配置比重，保持美国国债的空头对冲。美股的行业配置适当偏重必选消费、公用事业、医疗和信息技术等具备防御性的板块和大盘股。同时做多人民币和美元，做空欧元，看多原油、黄金和白银，对其他商品中性配置，

同时警惕美元重新升值所带来的商品价格的潜在调整压力。

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

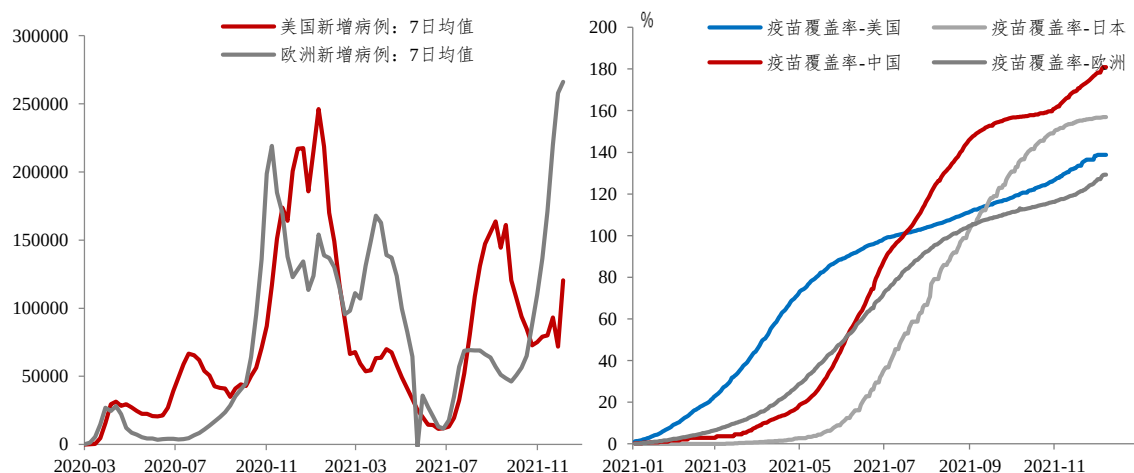
一、全球经济周期.....	3
1.1 海外宏观：发达国家复苏节奏将逐步放缓，美国经济韧性更强.....	3
1.1.1 “疫苗+特效药+中和抗体”形成新冠预防和治疗闭环，助力 2022 年全球供应链矛盾逐步缓解	3
1.1.2 发达国家复苏节奏将逐步放缓，美国经济韧性更强	4
1.1.3 供应链矛盾及人力成本边际缓和，能源涨价因素对通胀影响减弱，美国通胀可能呈现“前高后低”.....	5
1.2 国内宏观：基本面下行与稳增长政策的博弈	6
1.2.1 地产下行惯性仍在，传统基建无抓手，新基建量增有限，出口逐步回落，预计 2022 年仍有较大经济下行压力	6
1.2.2 政策天平从“双碳”略向“稳增长”倾斜，呈现“紧信用宽货币”→“稳信用宽货币”→“稳信用稳货币”	8
1.2.3 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛，推动企业利润从上游原材料向中游制造业转移，提价因素也将驱动消费品盈利反转	9
二、大类资产展望.....	10
2.1 美债利率：短期难以摆脱区间震荡，但中长期向上动能仍在.....	10
2.2 国内利率：短期仍有下行空间，但幅度有限	12
2.3 大中华股票：没有系统性风险，信用企稳叠加制造业景气见底将驱动市场结构从马太效应逐步走向均值回归，明年 A/H 股市皆有机会.....	15
三、市场观点.....	17
3.1 股票市场观点：市场情绪改善，预计市场将波动向上，关注结构性行情	17
3.1.1 股票市场回顾	18
3.1.2 基金经理观点	19
3.1.3 行业策略	20
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.....	22
3.2.1 债券市场回顾	23
3.2.2 基金经理观点	24

一、全球经济周期

1.1 海外宏观：发达国家复苏节奏将逐步放缓，美国经济韧性更强

1.1.1 “疫苗+特效药+中和抗体”形成新冠预防和治疗闭环，助力2022年全球供应链矛盾逐步缓解

全球主要经济体疫苗接种率持续提升。美、欧疫苗接种率接近 140 剂/百人，日本疫苗接种率接近 160 剂/百人，中国疫苗加强针开打，接种率已超 180 剂/百人。此外，辉瑞和默沙东相继公布了其新研发的抗新冠口服药的临床研究结果，显示可大幅降低新冠病症。中科院与清华、北大的研究团队也发布了中国的抗新冠药物临床数据。

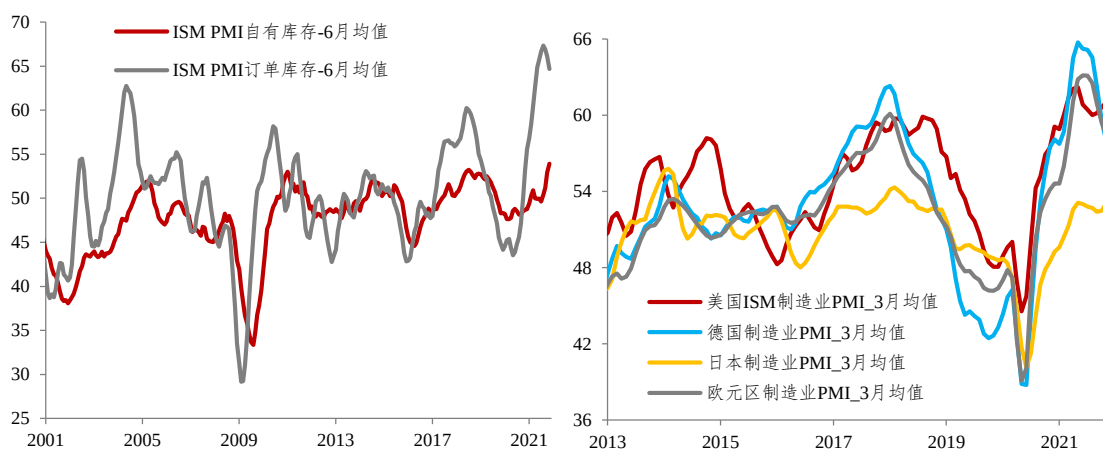


数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

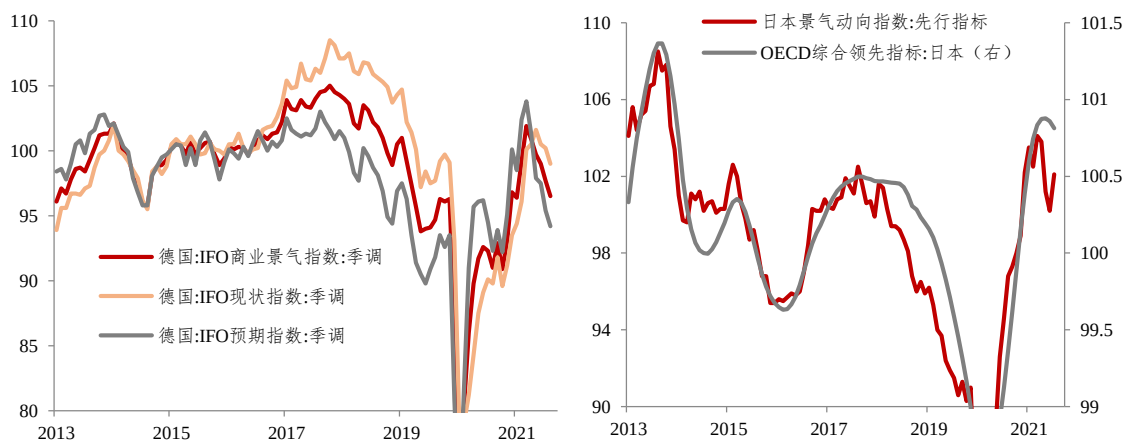
新冠特效药的出现为终结新冠疫情带来了另一种路径，新冠治疗逻辑可能迎来改变，从“疫苗”过渡至“疫苗+特效药”，同时也完善了整个新冠治疗环节：1) 前期，疫苗可防止 90%以上的有症状感染；2) 症状初期，可通过服用抗新冠药物降低 85%以上的住院死亡率；3) 中后期，则可通过注射中和抗体降低 70%左右的重症率。

1.1.2 发达国家复苏节奏将逐步放缓，美国经济韧性更强

美国 11 月 PMI 订单库存已经开始出现明显下滑，可能逐步开启去库存阶段。此外，随着就业市场持续修复，制造业景气不断回升，发达国家内生增长动能逐步减弱，复苏最快的阶段可能已经过去，预计将跟随中国信贷脉冲逐步放缓，但美国经济受消费及基建落地的支撑，更具韧性。



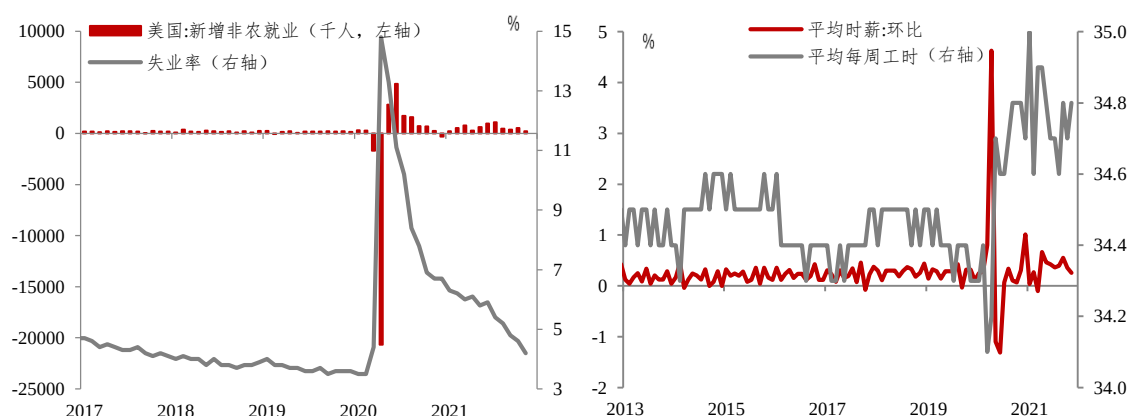
数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）



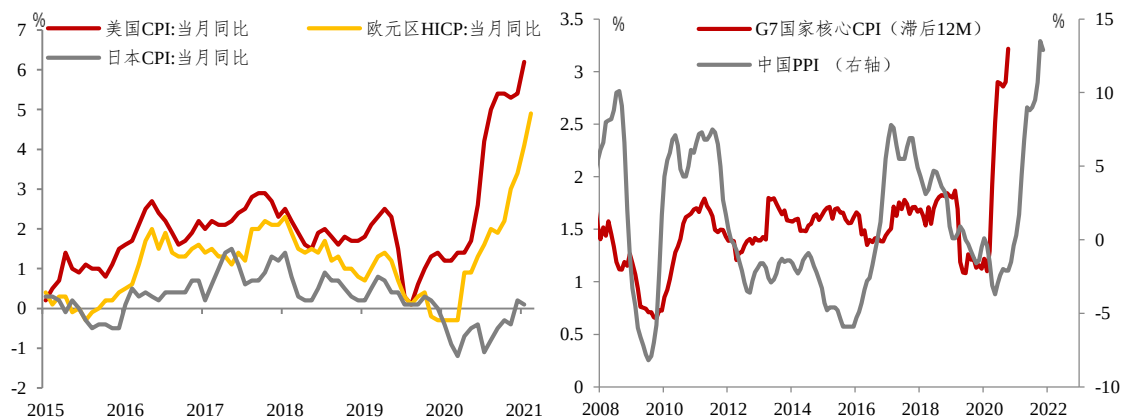
数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

1.1.3 供应链矛盾及人力成本边际缓和, 能源涨价因素对通胀影响减弱, 美国通胀可能呈现“前高后低”

就美国通胀而言, 之前主要受: 1) 能源价格共振上行所带来输入型通胀压力, 以及 2) 服务型需求价格以及人力成本提升所带来的内生型通胀的影响。但未来随着新冠特效药的出现以及国门开放, 令原油价格短期大涨的预期差恐再难出现, 叠加基数效应, 预计能源涨价因素对通胀的影响减弱。此外, 随着劳动力市场持续修复, 供给矛盾会出现边际缓和, 薪资增速将逐步回落。另一方面, 中国作为生产国, 其 PPI 对发达国家核心 CPI 也具有一定领先作用, 未来随着中国 PPI 回落, 发达国家的通胀也将逐步见顶回落, 预计 2022 年美国通胀数据将呈现“前高后低”。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

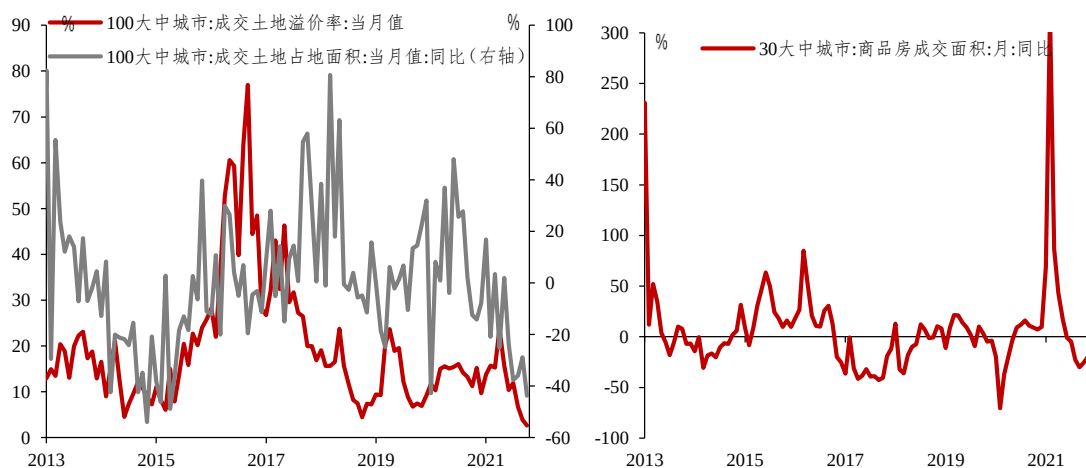


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 国内宏观：基本面下行与稳增长政策的博弈

1.2.1 地产下行惯性仍在，传统基建无抓手，新基建量增有限，出口逐步回落，预计 2022 年仍有较大经济下行压力

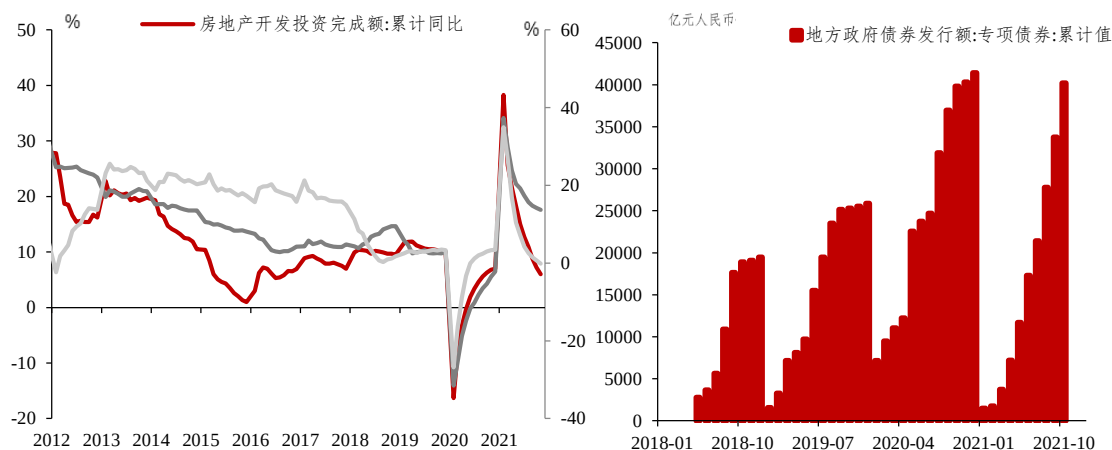
地产方面，2020 年下半年以来，在中央“房住不炒”政策的定调下，通过“三条红线”和房产税预期，分别从资金的供给端和需求端约束住了房地产市场的发展。一方面，央行、住建部设置地产企业的资金监测和融资管理规则，严格限制房企过度加杠杆；另一方面，人大常委会授权国务院开展房地产税试点，抬升了持房的预期成本。在这种严格调控之下，商品房成交面积大幅下滑，房地产景气度明显下降，虽然近期地产政策边际松动，居民中长期贷款增速也有所企稳，但下行惯性仍在。预计 2022 年地产行业景气度下行斜率逐步放缓，但难以出现趋势性反转。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

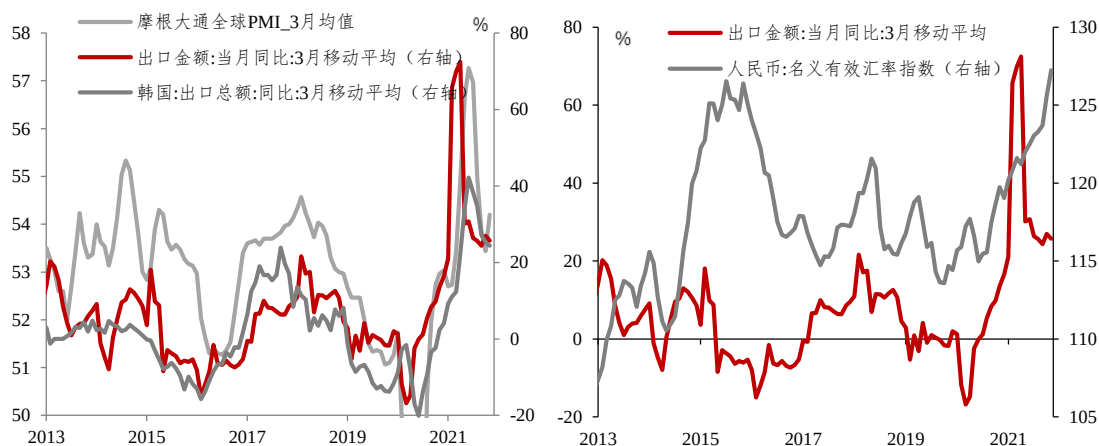
基建方面，专项债发行持续保持较高水平，但基建投资并未对经济增长形成明显支撑。一方面，由于审计趋严叠加隐性债务化解压力，地方政府对基建项目的积极性有限；另一方面，更是因为中国经济的转型升级也在逐步摆脱对房地产和基建的依赖，可用“抓手”也已经

明显减少，增量资金主要集中于 5G、特高压、城际轨道交通、新能源充电桩、数据中心等几个领域，但仍难以对整体经济形成较强的支撑合力。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

出口方面，中国完备的制造业产业链及相对稳定的疫情环境，叠加部分价格因素，使得今年出口增速持续超预期，也成为了经济增长的主要驱动力。展望 2022 年，考虑到较高基数、价格因素弱化以及海外供应链开始逐步适应疫情，预计出口增速将有所回落但整体韧性仍强。

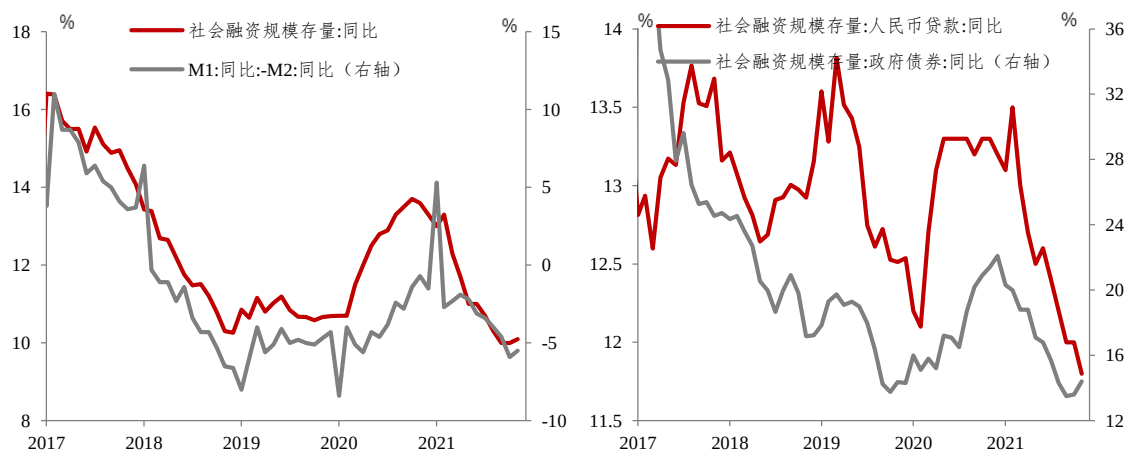


数据来源：Wind，工银资管（全球）

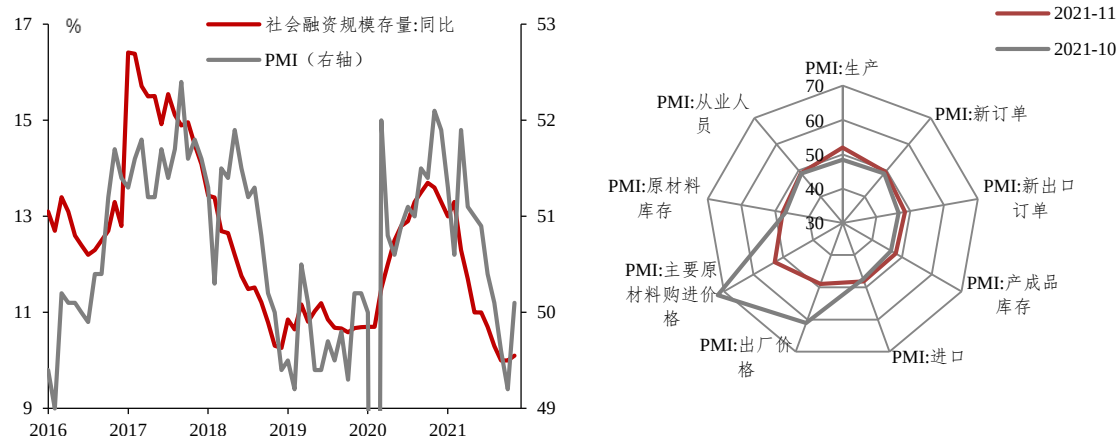
展望 2022 年，房地产景气下行惯性仍在，传统基建无明确抓手，新基建量增整体有限，出口也将逐步回落，再叠加数据基数效应，预计明年经济下行压力仍较大。

1.2.2 政策天平从“双碳”略向“稳增长”倾斜，呈现“紧信用宽货币” → “稳信用宽货币” → “稳信用稳货币”

中国 11 月社融同比增 10.1%，较上月小幅上升，政府债券及低基数效应是主要支撑，信贷仍然较弱，显示经济景气下滑导致的实体经济融资需求较弱，但居民中长期贷款延续 10 月趋势有所好转，显示地产融资政策调整的效果正逐步显现。由于当前宽信用没有明确抓手，向上动能仍不强，但信用企稳将助力制造业景气回升。



数据来源：Wind，工银资管（全球）



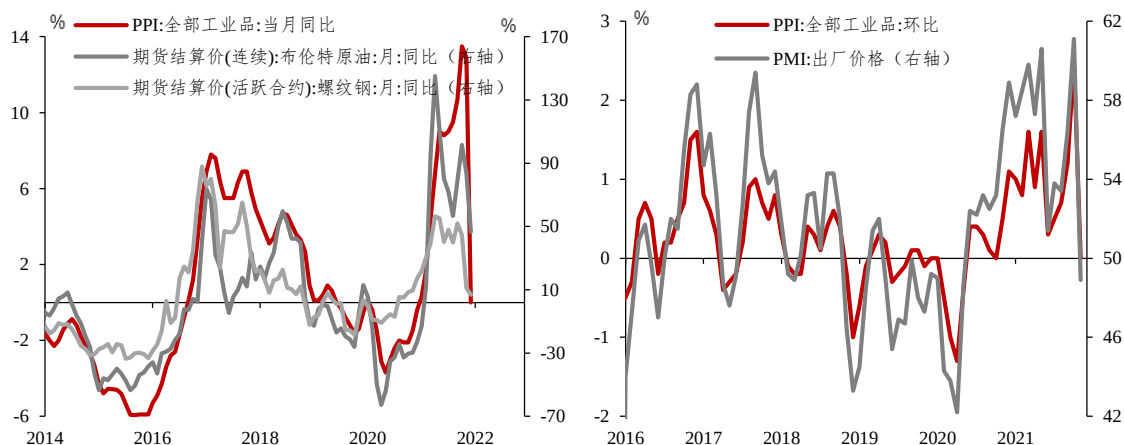
数据来源：Wind，工银资管（全球）

近期，年底召开的中央经济工作会议指出，当前我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，明年经济工作要稳字当

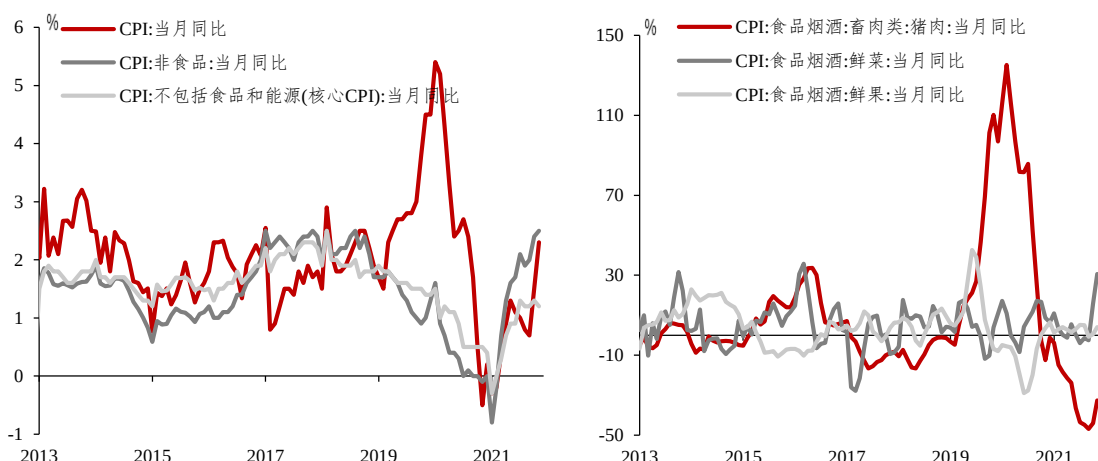
头，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前，相关财政政策表述也更积极。会议同时指出，财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。因此，在当前的宏观场景下，预计货币政策将持续保持中性偏宽松的状态，财政政策大概率前置，政策天平将从“双碳”略向“稳增长”倾斜。

1.2.3 PPI-CPI 剪刀差逐步收敛，推动企业利润从上游原材料向中游制造业转移，提价因素也将驱动消费品盈利反转

国内 11 月 PPI 同比下滑至 12.9%，鉴于全球能源和大宗商品价格短期难以大幅上行，叠加基数效应，根据我们的测算，国内 PPI 已确认抵达顶部区域。11 月 CPI 在猪肉和鲜菜等食品普涨的带动下加快上升，同比增速从 1.5% 大幅升至 2.3%，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，叠加冻肉收储政策，后续下跌空间有限。此外，在食品、调味品提价的背景下，考虑基数效应，国内 CPI 未来将先降后温和回升。



数据来源：Wind，工银资管（全球）



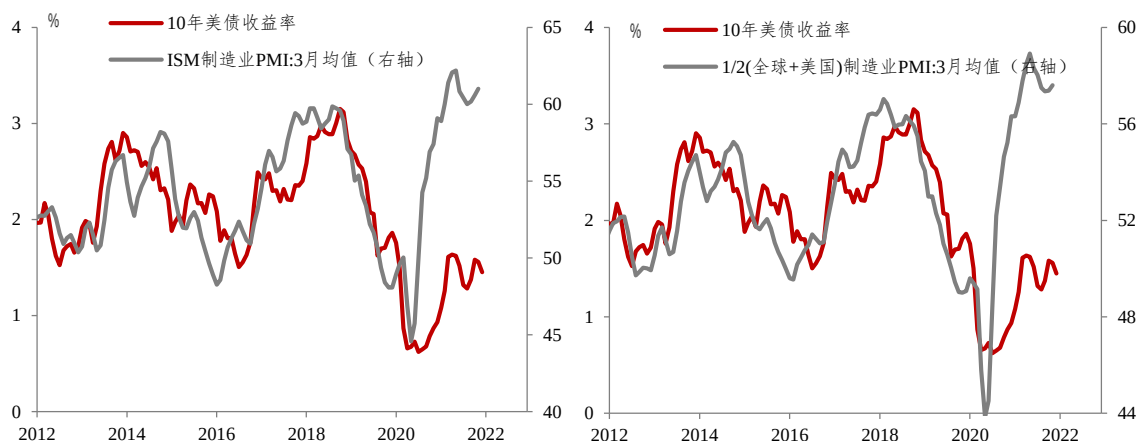
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

虽然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,助力企业利润从上游原材料向中游制造业转移,同时提价因素将驱动消费品盈利反转。

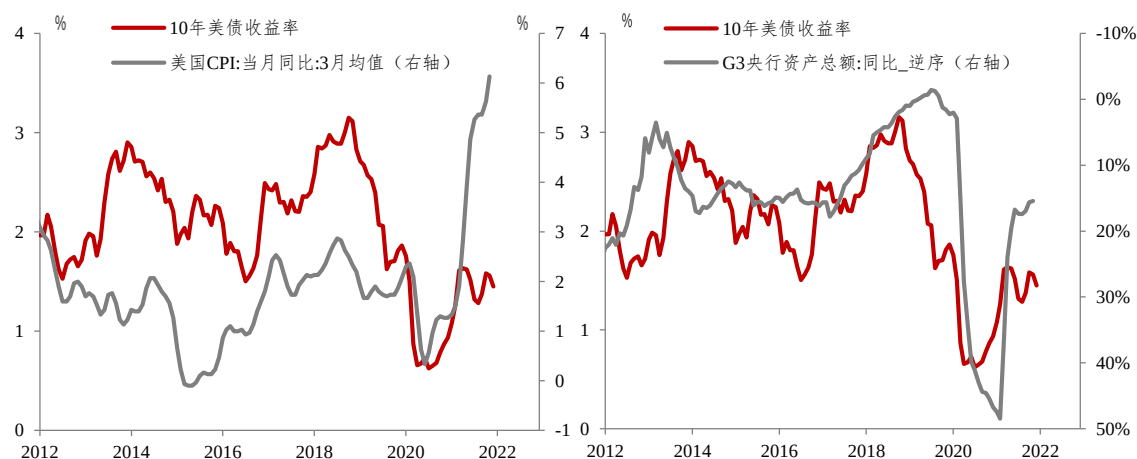
二、大类资产展望

2.1 美债利率:短期难以摆脱区间震荡,但中长期向上动能仍在

近期,美联储在 12 月 FOMC 会议决定,将购债缩减规模从每月 150 亿美元翻倍至每月 300 亿美元,直至结束本轮 QE,符合市场预期。但更为激进的变化在于“点阵图”对明后年加息路径的指引,显示联储票委预计明后年均各加息三次。对于这个略显鹰派的议息会议,市场反应却较为积极:美股大涨,10 年美债收益率甚至还有所下行。这意味着,相对于货币政策转向带来的资产价格调整的风险,市场更担心联储犯错所导致的持续通胀,进而带来长期通胀风险。

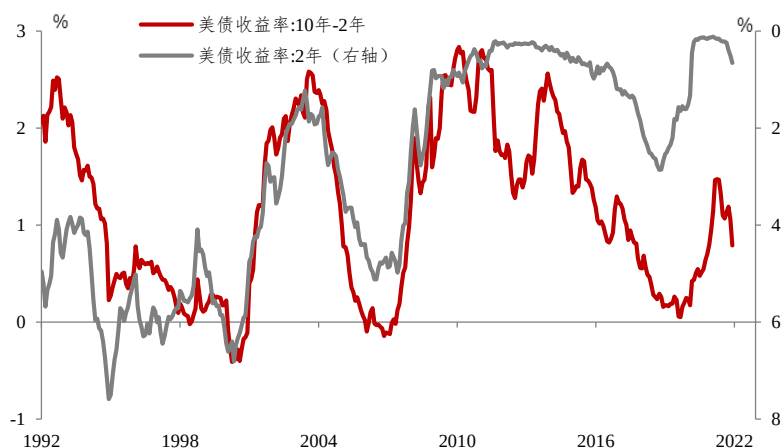


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

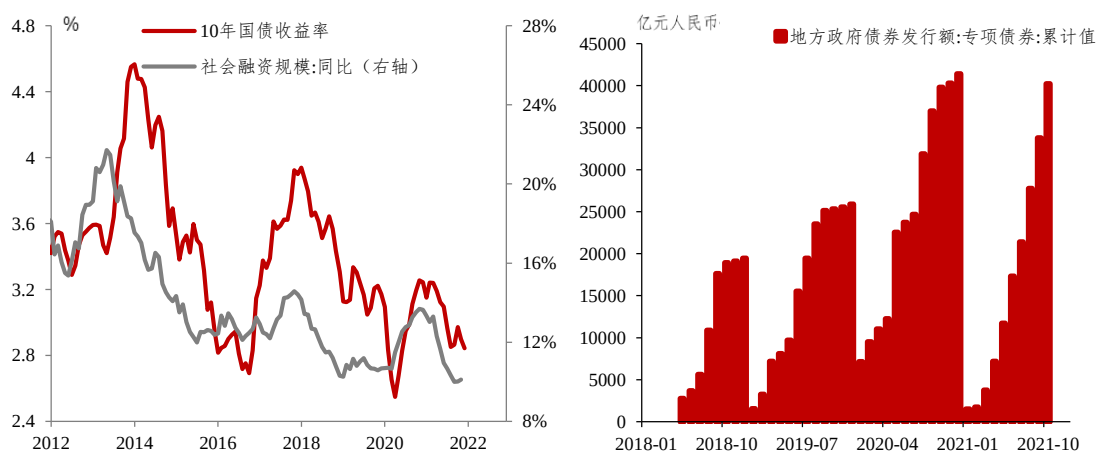
当前市场的宏观主题正逐步转化为: 美国经济再加速叠加联储跟随市场提前开启加息周期。美国就业市场持续改善, 然而劳动力市场离充分就业已经不远, 通胀压力令美联储不得不加快缩表, 并将在明年开启加息周期, 当前国债收益率曲线的结构也已经反映了市场的担忧。购债缩减时间表确定并不代表利空出尽, 今年 4 月以后, 美国实际利率目前仍处于较低水平, 随着疫后解封、基建法案通过以及经济持续复苏, 美国长端利率中长期向上动能仍在, 但受 Omicron 的影响, 短期仍难以摆脱区间震荡。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

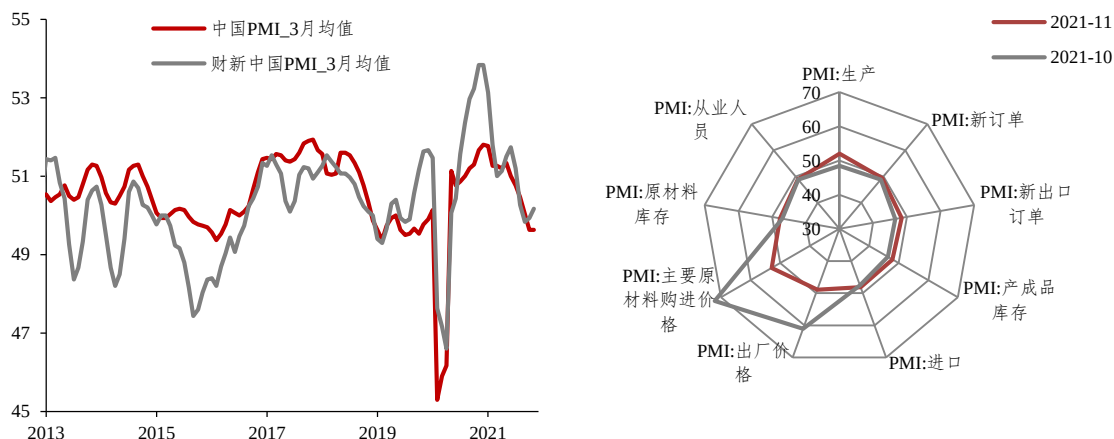
2.2 国内利率：短期仍有下行空间，但幅度有限

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 11 月社融同比小幅回升，其中居民中长期贷款延续 10 月的好转趋势，显示地产融资政策调整的效果正逐步显现。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，地产融资也开始得到合理支持，居民中长期贷款的同比增速也开始从少增转为多增。如果地产下行预期能得以稳住，叠加政府债供给增加，预计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。

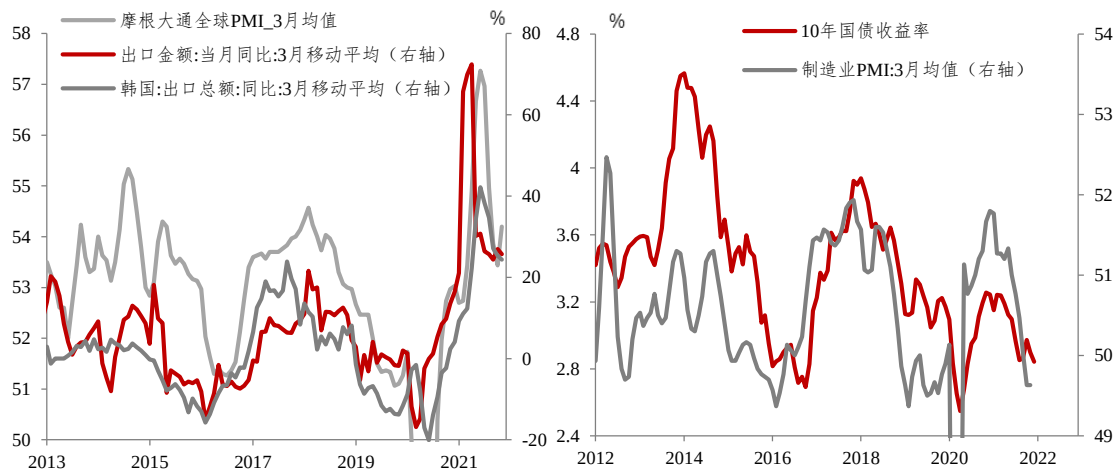


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从经济基本面维度看，供给收缩以及地产链下行带动经济基本面继续走弱，持续对长端利率形成压制。不过，中国 11 月制造业 PMI 开始出现企稳迹象，表征内需的新订单、生产、就业分项以及表征外需的新出口订单均有所回升。当前中国经济景气度仍处于探底阶段，基本面拐点尚未得到确认。

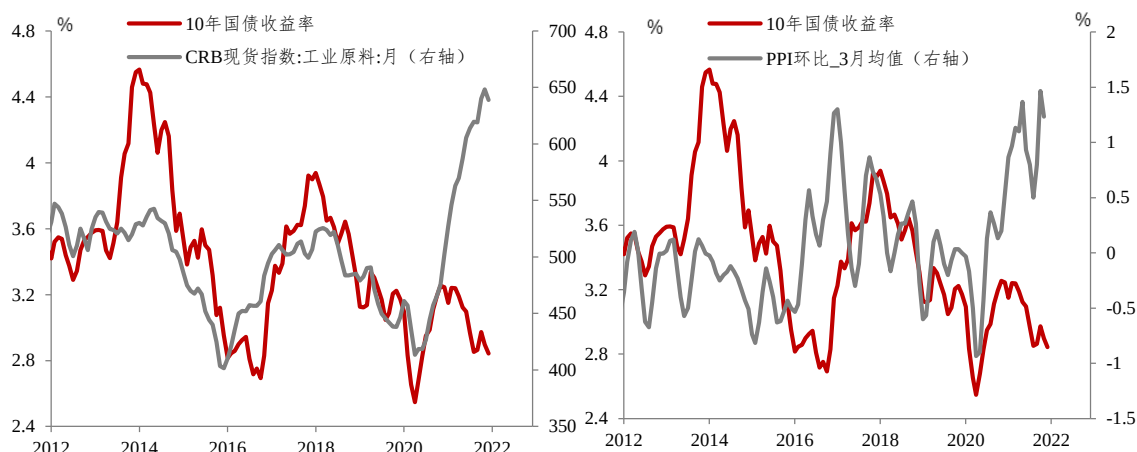


数据来源：Wind，工银资管（全球）



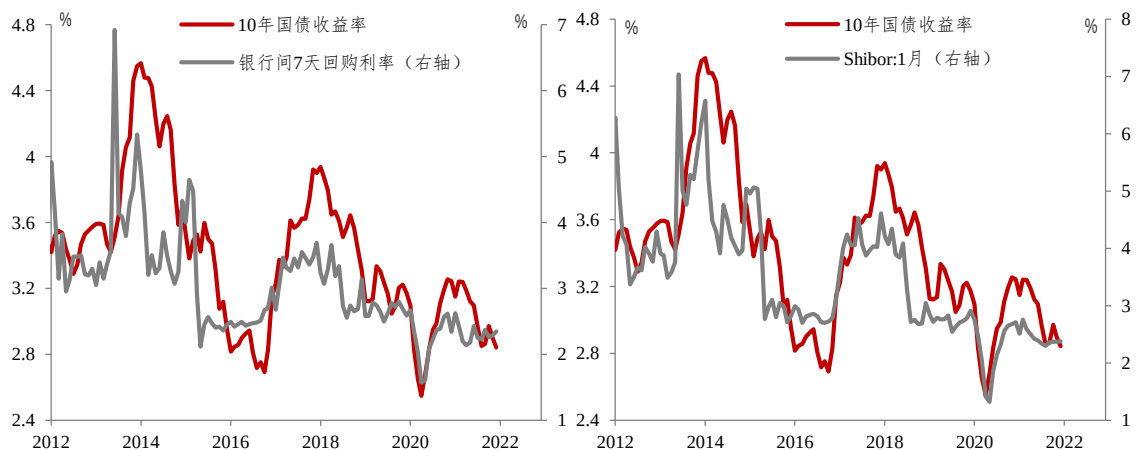
数据来源：Wind，工银资管（全球）

从通胀维度看，国内 PPI 拐点已现，11 月 PPI 同比下滑，而 11 月 CPI 则加速上升，非食品 CPI 和核心 CPI 也同样出现明显回升。展望 2022 年，在猪肉价格逐步企稳，食品、调味品提价的背景下，CPI 未来将温和回升，对货币政策的制约将逐步加大。

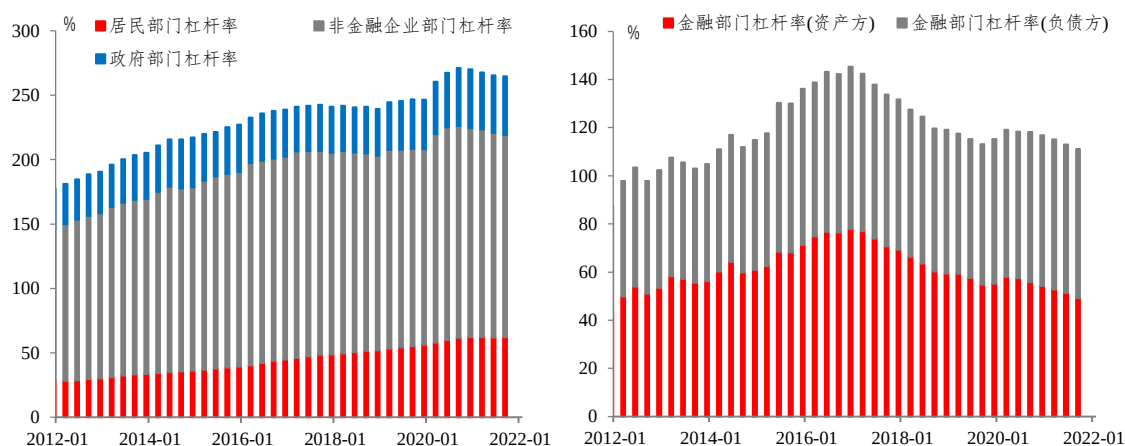


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从政策维度看, 730 政治局会议后, 政策对经济的托底力度开始加大, 年底召开的中央经济工作会议更是指出, 明年经济工作要稳字当头, 各方面要积极推出有利于经济稳定的政策, 财政政策和货币政策要协调联动, 跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。因此, 在当前的宏观场景下, 预计货币和财政政策将持续保持中性偏宽松的状态。



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, 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。目前, 利率市场的核心矛盾在于, 当前货币政策的宽松水平是否能驱动信用扩张, 如果信用迟迟难以向上, 则未来仍有降准和降息的空间, 利率债在短期出现大幅调整的概率不高, 但鉴于中国宏观杠杆率仍处于较高水平, 全面宽松的可能性仍有限, 我们对国内利率债市场整体保持谨慎乐观的态度。

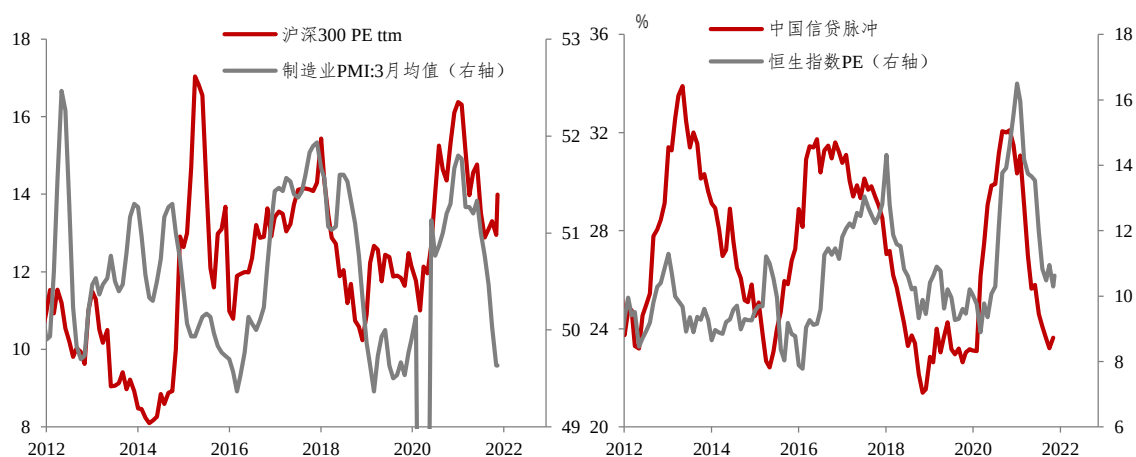
2.3 大中华股票: 没有系统性风险, 信用企稳叠加制造业景气见底将驱动市场结构从马太效应逐步走向均值回归, 明年 A/H 股市皆有机会

我们认为, 当前 A/H 股票市场均没有系统性风险。市场出现系统性风险往往需要同时具备“高估值+流动性预期向下”。目前来看, A 股和港股的估值水平都处于中性区间, A 股有结构性高估值, 货币中性偏宽松, 信用逐步企稳; 港股的估值优势则更为明显, 预计流动性收敛相对温和, 但产业政策风险尚未完全释放。因此, A/H 股票市场大概率不会出现系统性风险, 明年皆有机会。

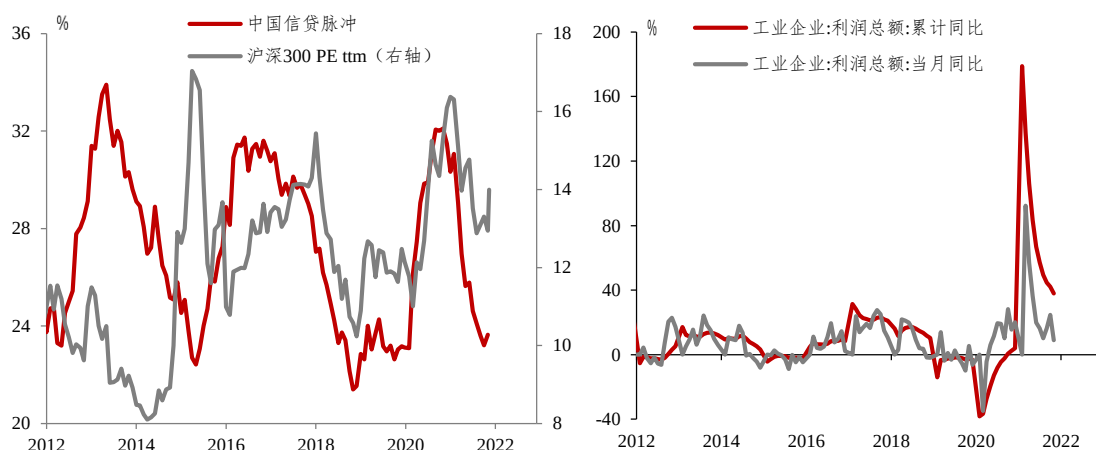


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

经济周期层面, 如前所述, 一方面, 信用收缩的底部区域已到, 虽然宽信用的空间不大, 但在稳杠杆的背景下, 信用收缩将逐步企稳, 无风险利率将保持在较低水平; 另一方面, 随着发达国家复苏节奏逐步放缓, 海外需求所带来的出口支撑将边际减弱, 在高基数的作用下, 2022 年企业利润也将在上半年出现显著下滑。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

今年以来,在“稳货币紧信用”的场景下,流动性预期较差,经济的景气度也在一季度后出现反转,市场开始进入存量博弈阶段,抱团那些兼具成长性和确定性的“赛道股”,并同时推升成长溢价和确定性溢价。而当前经济景气度虽然依旧不好,但大量行业的盈利增速将在明年上半年见底或出现边际好转,且流动性预期不差。因此,展望明年,极端分化行情恐难以持续,估值与盈利的拉锯可能会推动大中华股票市场结构上的均值回归,重点布局各产业链或细分赛道盈利边际改善的环节。

三、市场观点

3.1 股票市场观点:市场情绪改善,预计市场将波动向上,关注结构性行情

- ✧ 展望:12月政策频出,经济下行风险下降,宽信用宽货币预期加码,随着稳经济政策逐步落地,经济将有所改善,预计市场将震荡向上,重点把握跨年配置和春季躁动窗口。
- ✧ 投资策略:市场将从马太效应逐步走向均值回归,价值和成长均有机会,短期看好地产产业链重估机会,成长板块以及和先进制造板

块存在结构性机会，长期重点关注政策大力支持先进制造和明年盈利有望边际改善的环节。

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	2.96	10.01	10.35	28.43
纳斯达克	-0.11	8.23	7.52	22.50
MSCI 亚洲	-0.10	-1.90	-7.22	-4.57
MSCI 中国	2.05	3.17	5.65	9.33
恒生指数	-3.21	-6.06	-17.76	-14.96
恒生国企指数	-4.70	-7.19	-21.14	-24.05
恒生能源业	6.68	-4.90	-2.22	20.73
恒生公用事业	5.15	3.15	8.59	16.79
恒生原材料业	-8.04	-12.95	-10.09	9.98
恒生电讯业	-1.36	-1.48	-3.55	1.23
恒生综合业	2.53	-3.27	-13.96	-0.16
沪深 300	0.66	0.35	-3.93	-4.50
电力设备(申万)	-10.37	3.57	20.93	48.63
有色金属(申万)	-8.31	-0.10	17.03	40.34
基础化工(申万)	-0.10	-1.23	11.82	38.27
采掘(申万)	4.08	-13.83	16.88	37.78
钢铁(申万)	-0.43	-10.69	8.21	33.21
公用事业(申万)	6.56	-2.73	22.33	28.82
汽车(申万)	-4.04	10.22	9.08	19.31
机械设备(申万)	0.04	5.75	12.07	15.49

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 12 月 29 日。

美股方面, 标普 500 指数年初至今上涨 28.43%, 纳斯达克上涨 22.50%, 指数呈现震荡向上走势, 主要是反应美联储实施货币宽松政

策和美国经济恢复。疫情方面，现有防疫体系比较健全，预计病毒对市场影响大幅减小。

港股方面，年初至今下跌 14.96%，恒生国企指数下跌 24.05%。一方面，今年政策加强监管，导致互联网和医药等行业大幅下跌，另一方面，房地产基本面加速下滑和基建投资低迷，中国经济复苏动能呈现边际减弱。板块方面，能源业、公用事业和原材料板块涨幅居前，分别上涨 20.73%、16.79%和 9.98%，资讯科技业、科技和医疗保健跌幅居前，分别下跌 34.14%、34.04%和 29.9%。目前港股估值总体处于相对低位，静态 PE 约为 10 倍。从过去两年的动态 PE-Band 来看，目前港股大盘总体处于估值相对低位。

A 股方面，沪深 300 指数年初至今下跌 4.50%，创业板指数上涨 13.15%，A 股走势分化严重，高景气板块新能源和原材料等板块上涨，而景气度较低和受政策影响的板块持续下跌。板块方面，电力设备、有色金属和基础化工板块涨幅居前，分别上涨 48.63%、40.34%和 38.27%，家用电器、非银金融和房地产跌幅居前，分别下跌 18.22%、15.70%和 12.30%。

3.1.2 基金经理观点

海外宏观方面，短期美国通胀预期仍维持高位，新冠病毒变异株 Omicron 对经济复苏影响有限，美联储将加速购债缩减并在明年开启加息周期。目前，美国正逐步进入去库存阶段，在就业市场及服务业持续修复的背景下，发达国家复苏节奏将边际放缓，但美国经济韧性更强。

国内宏观方面，中央经济工作会议对 2022 年经济做出具体部署，会议指出当前我国经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，明年经济工作要稳字当头，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。财政政策表述更积极，基建投资有望提升。会议指出财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期

宏观调控政策要有机结合。针对房地产行业明确提出要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。通胀方面，PPI 见顶回落，CPI 温和回升对货币政策制约有限，PPI-CPI 剪刀差收敛推动企业利润从上游向中下游转移。

投资策略方面，近期政策频出，经济下行风险下降，宽信用宽货币预期加码，随着稳经济政策逐步落地，经济将有所改善，预计市场将震荡向上，重点把握跨年配置和春季躁动窗口。目前 A 股估值中性，港股估值较低，随着稳经济政策的逐步落地，信用企稳、制造业景气度见底、地产政策边际放松，预计经济将逐渐好转，明年 A/H 股皆有机会。当前热门板块估值较高，随着经济好转，市场的马太效应将难以持续，重点布局各赛道及细分赛道盈利边际改善的环节，叠加新一轮政治周期将“适时”驱动风险偏好，市场可能将由盈利驱动转向估值驱动。短期看好地产产业链重估机会，成长板块及先进制造板块均存在结构性机会。

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。

食品饮料行业，近期食品加价对冲成本上升，预计明年行业基本面将有所修复。啤酒行业预计龙头企业提价将顺畅传导，行业有望实现量价齐升。休闲卤制品市场集中度具备较大的提升空间，头部品牌在疫情后有望加速收割市场份额。

新能源车板块预期明年仍然维持高增长，预计明年行业销量同比 50% 左右，但后年开始可能有所增速放缓，板块难以继续提估值。锂电设

备和电池环节盈利有望改善，中游受扩产影响或承压，而上游有望维持高景气度。重点关注下游电池环节盈利修复、供不应求的隔膜和锂资源、4680 新技术带来的结构性机会。

光伏行业，政策托底和上游硅料降价背景下，光伏需求有较强的韧性，预计明年装机需求增长 40%以上，重点关注利润增厚的组件和运营商，同时关注技术迭代带来的成本下降，如颗粒硅、HJT。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。

互联网行业，中国互联网行业用户红利见顶，未来行业将以稳定增长为主，格局俩看，互联网巨头占据主要流量入口，中小企生存环境恶劣。预计未来政策监管常态化，当前估值处于历史下限，反复磨底，明年看估值修复。

游戏行业，国内看政策落地版号重启，目前国内大厂主要走出海逻辑，海外手游市场具有不受版号限制，产品验证成本低廉，市场碎片化，竞争不激烈等优势。目前游戏板块估值处于底部，随着明年业绩释放、版号审批恢复以及 2022 年杭州亚运会上新增电子竞技项目带来的热度，对估值修复起到支撑作用

物管行业，随着地产政策边际放松，估值将逐渐修复。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。从近期调研来看，大部分物管公司的指引在地产下行的背景下依然没有下调，仍然维持年初指引，部分公司同时给出明年比较乐观的指引，目前板块估值性价比有较大的吸引力。

医疗行业方面，目前板块受集采等政策压制，行业估值处于合理偏低水平。创新药仍然是行业发展的方向，医保谈判加速创新药放量，

价格的下降换来渗透率的显著提升，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，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。

快递行业，在政策干预下，行业竞争趋缓，盈利修复，头部企业份额依靠成本和服务能力持续上升。根据近期的调研，韵达、中通和圆通等企业均表示未来不会进行价格战，会注重盈利修复。此外，行业增速虽然放缓，但预计未来几年整体行业增速仍会保持在 20%左右。另外，过去阿里一家独大对快递企业的议价能力有较大挑战，随着抖音、快手、拼多多的崛起，多平台的模式有利于头部快递企业提高议价能力。

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

- ✧ 房地产债券仍然是未来一季度关注的主线，市场不会出现系统性风险，市场逐步正常化、政策出现边际放松迹象、BB 优质名称有望重启再融资（ABS+银行贷款）、未来仍会继续有暴雷现象，但绝非普遍。
- ✧ 对于投资级，更看好国企永续债，原因是国企永续债提供了更高的票息、更好地防范局部区域的美元收益率波动和更好的供需动态。

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	50.11	256.16	425.13	513.70
5 年期美国国债	9.54	66.82	62.15	258.94
10 年期美国国债	-0.16	18.45	-2.74	69.52
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数 (5 年)	-2.70	18.31	-8.03	38.59
JACI 亚洲美元债指数	-0.04	-3.00	-1.94	-2.48
JACI 亚洲投资级债券指数	0.43	-0.82	1.48	-0.03
JACI 亚洲高收益债券指数	-1.91	-10.84	-13.41	-11.18
JACI 亚洲美元债信用利差	1.78	10.33	12.04	7.82
JACI 亚洲投资级信用利差	-0.33	0.71	-6.63	-11.32
JACI 亚洲高收益级信用利差	6.35	35.75	59.95	56.49

资料来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截至 2021 年 12 月 29 日

亚洲债券市场

年初至今, 摩根大通亚洲美元债指数下跌 2.48%, 其中投资评级下 0.03%, 高收益评级下跌 11.18%。中资美元债方面, 高收益市场方面, 地产板块持续引人关注。佳兆业集团将于 12 月 7 日到期的 4 亿美元债券的交换要约提议未能达到 95% 的同意率门槛, 可能导致其无法偿付该笔到期债券。另外, 中国恒大集团在交易所公告中表示, 计划积极与境外债权人沟通, 为利益相关方制定可行的境外重组方案, 这也是该公司首次明确承认其高达 3000 亿美元的境内外债务已不可持续。而在恒大发布公告后, 监管机构也陆续发布声明, 表示政府在试图遏制危机对金融市场和购房者的影响; 集团总部所在的广东省人民政府亦约谈了创始人许家印, 并将派出工作组维护正常经营, 政府对于恒大重组的参与力度势必将引发全市场的关注。投资级市场方面, 受高收益地产板块趋稳、华融获战投增资 420 亿即将落地等利好消息提振, 华融曲线整体上涨 3-5pt, 领涨投资级债券。

中国本币债券市场回顾

第四季度以来,10 年期国债利率从 3.0%附近跌至近 2.87%的低位,12 月 15 日央行将下调金融机构存款准备金率 0.5%,货币政策有望步入转向宽松阶段,预计未来利率仍有下行空间。原因是:基本面,经济下行的压力增大,基本面探底带预示着政策转向的临近、PPI 上行压力有望缓解,通胀预期拐点有望出现、M2 与 M1 增长背离, M1 同比增速下降代表市场融资需求变弱, 对利率下行带来支援。利率下行的时间表取决于经济下行、通胀回档预期的幅度和速度。虽然,利率下行趋势逐渐显现,而经济下行反映在经济、通胀资料有一定的滞后性,所以短期利率仍有机会继续窄幅波动。房地产行业前景及市场预期变淡、冬季新冠肺炎疫情局部爆发、央行向银行间注入流动性注入有利于债市。

3.2.2 基金经理观点

投资评级中资美元债券

2022 年第一季度,投资级别债券市场大致面临几个不利因素:COVID 变种病毒、美联储削减买债计划、TMT 行业持续收紧监管,以及中国房地产行业下行风险。国内投资级债券市场面临的积极因素包括:中国更好的 COVID 控制措施、发行人盈利能力回升、供给和需求的优化。目前的投资级债券的息差为 165 基点,大致达到 4 年平均水平。但考虑到未来信贷风险加大,我们认为该板块的息差有望进一步扩大,可能达到 175 基点。

相对于投资级,我们更看好国企永续债,原因是国企永续债提供了更高的票息、更好地防范局部区域的美元收益率波动和更好的供需动态,我们认为中国投资级国有企业净发行量减少的趋势将持续,因为发行人现金充裕、海外收购项目较少、可能发行更多离岸人民币债券,因此,从供需方面来看,对中国投资级市场有利。从资金面和资产配置角度看,中美息差仍旧高企, 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。12 月的中央经济研讨会传达了在刺激经济增长方面采取更为积极的措施，我们看好利率和久期，预计收益率曲线将趋于平缓。我们将会增加久期操作，倾向于增加 10 年部分。

高收益级中资美元债券

房地产债券仍然是未来一季度关注的主线，我们的基本判断是市场不会出现系统性风险，市场逐步正常化、政策出现边际放松迹象、BB 优质名称有望重启再融资（ABS+银行贷款）、未来仍会继续有暴雷现象，但绝非普遍。需要重点关注的是购房预期下降导致销售崩盘的情况和预售资金监管叠加还债压力大。解决路径是房企可能通过国企、地方平台加大杠杆收购解决，从而实现软着陆。

目前来看美元债高收益市场羊群效应明显，大户策略基本清一色，市场表现基本按一年好一年坏治乱循环。主要原因是行业、国别过于单一，市场多样性不够，长此以往不利于市场整体发展，在房地产发行人部分出清的情况下，应当发展多样化高收益投资能力。因此，策略上应多在国别方面进行分散，未来会探索其他地区高收益债券的投资可能性（包括投资主权债）；行业上分散，我们希望培养研究更多的非房高收益（工业类）发行人，预计该类发行会在 2022 年显著增多。

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。