

全球资产展望-2022 年第 1 期

保持定力 增加防御

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，投资应保持定力，维持风险资产较高的配置比例，并侧重重大中华股票。战术上降低美股配置，增加新兴市场，特别是港股和 A 股的配置比例。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，上月实际原油、黄金、白银等商品价格大幅上涨，港股大幅跑赢美股，美债收益率大幅上涨，与我们的配置观点基本一致。
- 展望下月，战略配置将调整为“中周期收缩”的宏观场景，降低战略配置中风险资产的配置比重，以表达后期可能遭遇经济减速和流动性冲击的观点。
- 战术配置基于“美国经济将减速+联储收紧+中国加大宽松力度”的宏观主题，美国经济正步入中周期减速，但刺激通胀上涨的动能仍在，比如劳动力市场需求仍非常旺盛，结构性失业刺激工资上涨；消费虽有减缓的迹象，但零售消费增速仍远高于疫情前；油价也仍在上涨，这都显示出全球需求恢复与供给受限的矛盾。站在当前时点，相比于经济减速，我们更应该担心的是通胀以及滞胀场景。中国经济持续放缓，结构性的宽松尚未体现到总量的改善，央行已经通过口头干预和降息的方式支撑经济，但中国仍将面临外部需求逐步下降，内部需求不足的困难局面，且美联储加息的阶段性冲击仍未过去。在当前宏观场景下，我们在结构上继续侧重重大中华股票，维持低配欧元区、日本和美国市场，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、金融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带来的商品价格调整压力。

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

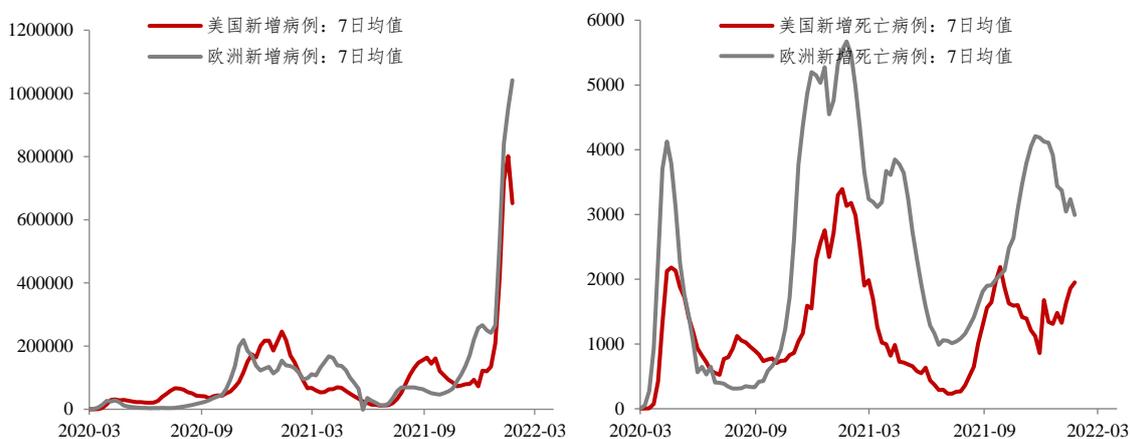
一、全球经济周期.....	3
1.1 海外宏观：发达国家复苏节奏仍在逐步放缓.....	3
1.1.1 Omicron 疫情导致美国就业市场持续偏紧	3
1.1.2 发达国家制造业景气度共振向下.....	4
1.1.3 美国通胀短期仍将持续上行，全年或呈现“前高后低”	5
1.2 国内宏观：稳增长政策将持续发力.....	6
1.2.1 “宽货币”传导至“宽信用”仍需时日	6
1.2.2 信用企稳将推动经济景气度逐步修复.....	8
1.2.3 PPI-CPI 剪刀差收敛继续推动企业利润向中下游转移.....	9
二、大类资产展望.....	10
2.1 美债利率：已摆脱区间震荡，向上动能仍在，但过高的利率或将压制经济复苏，之后利率将回落.....	10
2.2 国内利率：国内外因素共振，一季度是货币政策宽松的窗口期，利率债做多空间仍在但赔率已大幅降低.....	12
三、市场观点.....	15
3.1 股票市场观点：以震荡调整为主，结构性机会犹存.....	15
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：发达国家复苏节奏仍在逐步放缓

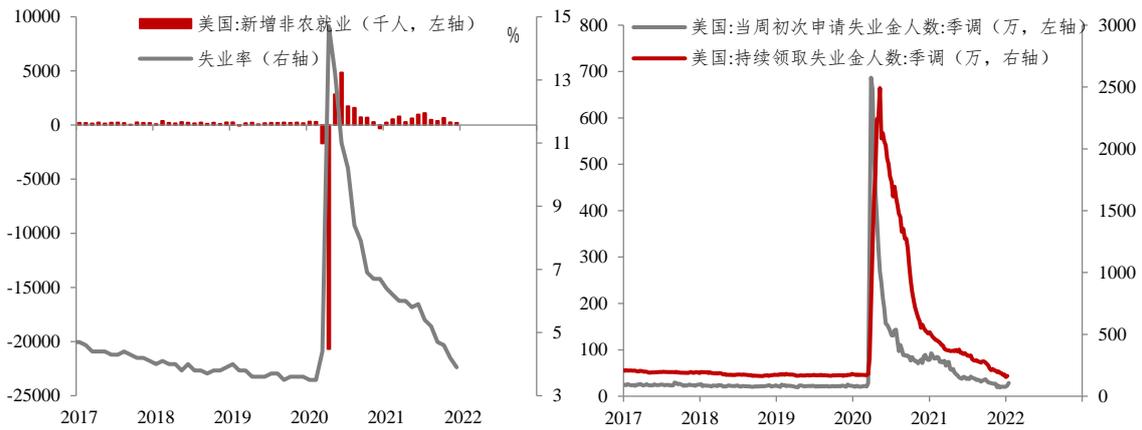
1.1.1 Omicron 疫情导致美国就业市场持续偏紧

近期,美欧 Omicron 疫情再度爆发,美国 7 天日均新增病例接近 100 万但已现拐头迹象, 欧洲 7 天日均新增病例已突破 100 万且仍在持续增加。不过, 从日均新增死亡病例数看, 并未出现明显上升, 显示美欧在高疫苗接种率的背景下, Omicron 病毒致死率并不高。

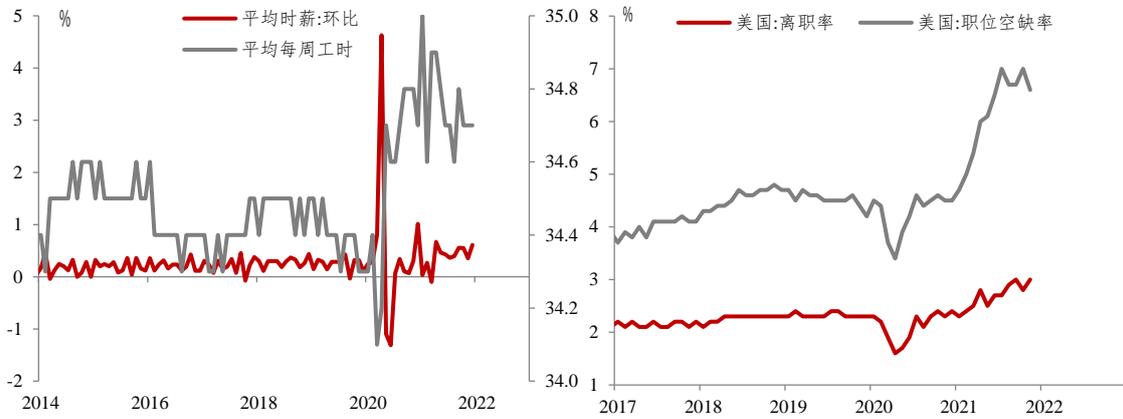


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

美国 12 月新增非农就业 19.9 万人, 显著不及市场预期和前值, 但失业率却从 4.2% 大幅下降至 3.9%, 叠加近几个月美国就业市场的离职率持续创新高, 显示 12 月新增就业人数不及预期可能是由于劳动力短缺造成的。此外, 美国平均时薪环比增速仍处于较高水平, 也显示在 Omicron 疫情的冲击下, 美国劳动力市场仍然偏紧。



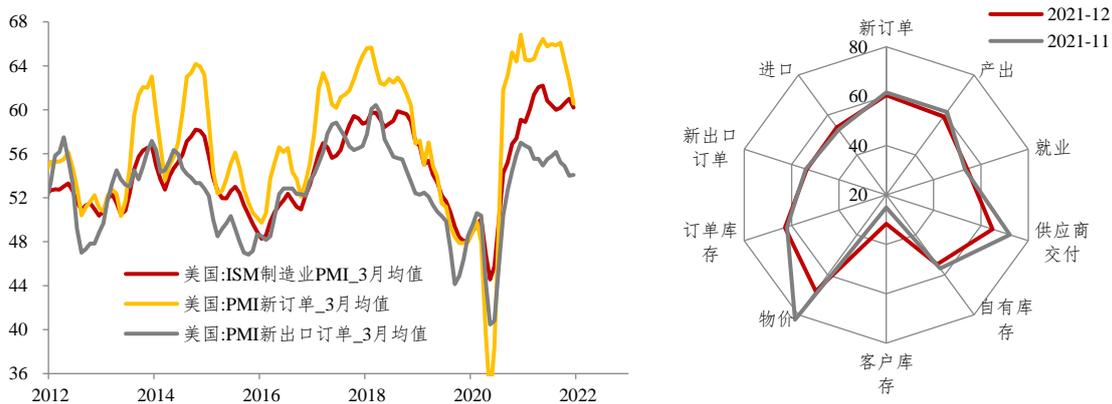
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



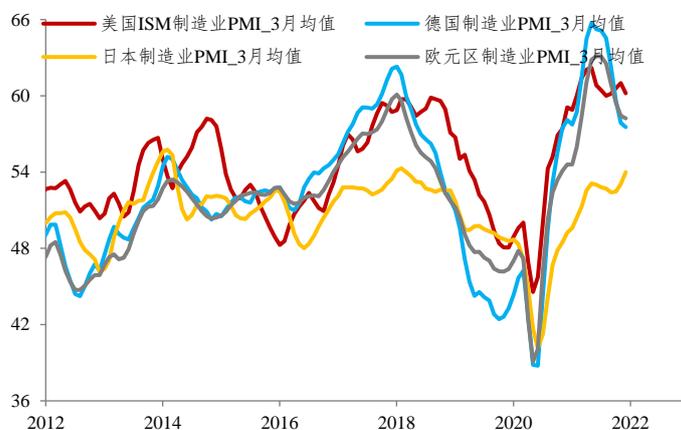
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 发达国家制造业景气度共振向下

发达国家制造业景气度仍处于下滑趋势中，美国 12 月 ISM 制造业 PMI 降至 58.7。从结构来看，表征内需的新订单下降较多，是主要拖累，也显示美国经济的复苏动能正在减弱。此外，欧元区及日本的制造业 PMI 也低于前值，发达国家的制造业景气度处于共振向下的阶段。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

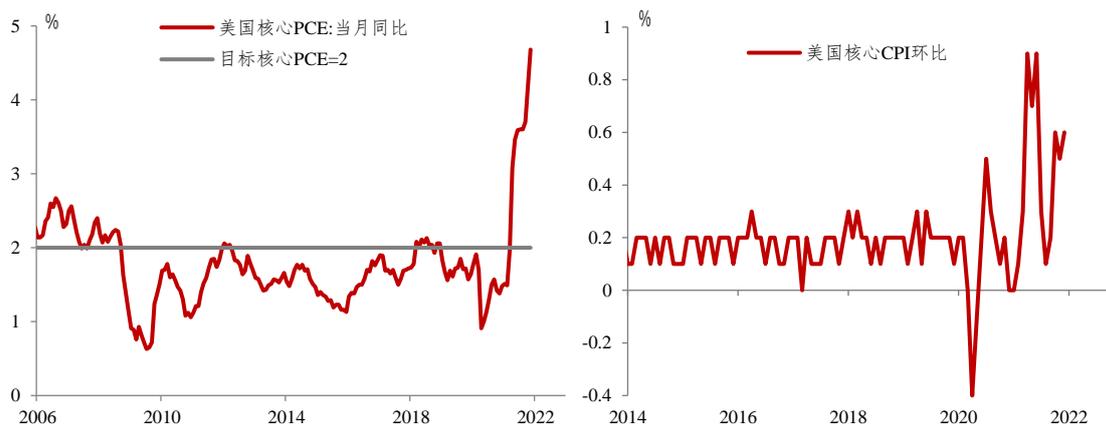


数据来源：Wind，工银资管（全球）

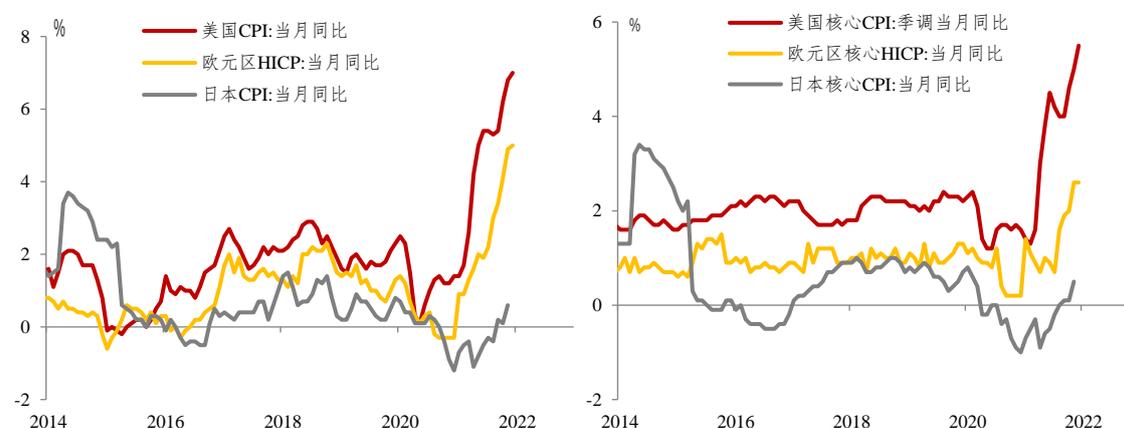
1.1.3 美国通胀短期仍将持续上行，全年或呈现“前高后低”

美国 12 月 CPI 同比增 7%，环比增 0.5%，其中食品、二手车、租金是主要支撑，但能源分项的贡献已经开始转负。此外，美国 11 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，美国仍处于“工资-通胀螺旋”之中，预计美国通胀在短期仍有上行压力。

展望全年，随着劳动力市场持续修复，供给矛盾将出现缓和；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，随着中国 PPI 回落，发达国家的通胀也将逐步见顶，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）



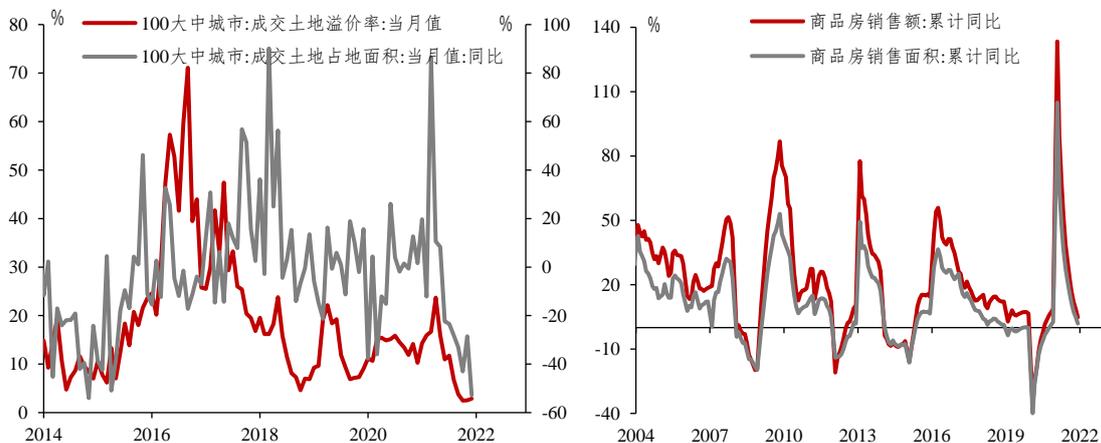
数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.2 国内宏观：稳增长政策将持续发力

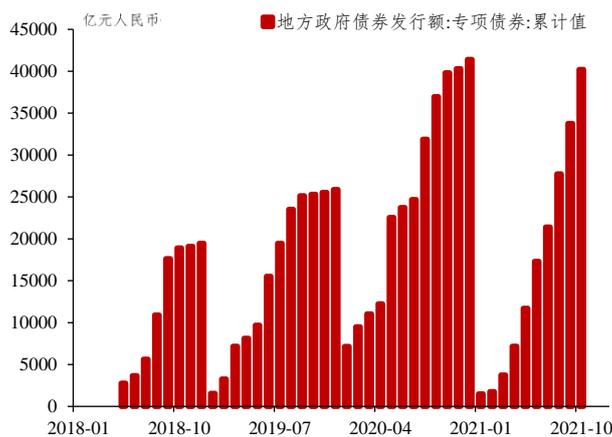
1.2.1 “宽货币”传导至“宽信用”仍需时日

地产方面，2020年下半年以来，在中央“房住不炒”政策的定调下，严格的调控政策导致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，但居民中长期贷款增速仍未企稳，地产下行惯性仍在。基建方面，专项债发行持续保持较高水平，但目前来看专项债发行尚未形成实际工作量，基建投资对经济增长支撑作用也尚未显现。此外，由于中国经济正在逐步摆脱对房地产和基建的

依赖，可用“抓手”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。

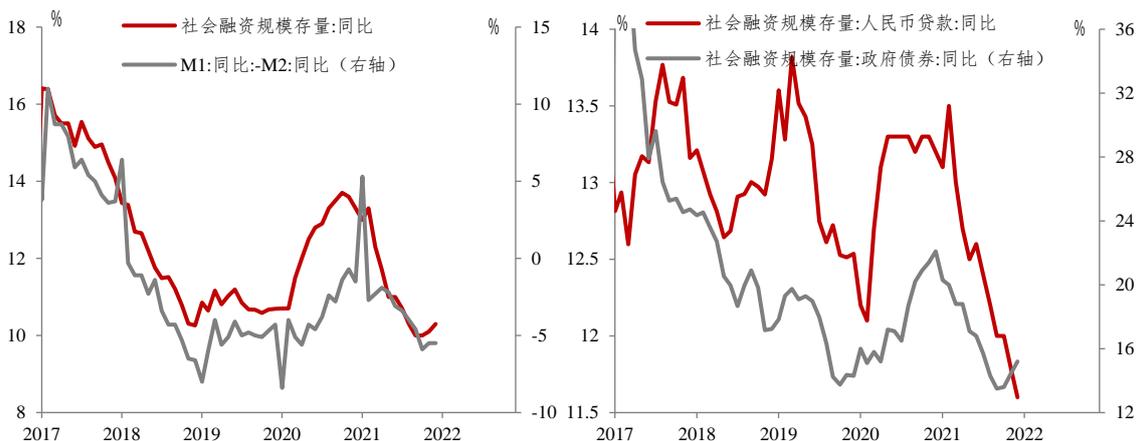


数据来源：Wind，工银资管（全球）



数据来源：Wind，工银资管（全球）

中国12月社融同比增10.3%，较上月小幅上升，但结构有所恶化。由政策驱动和政府债、企业债、短期带块以及票据融资是主要支撑，但居民中长期贷款由多增转为少增，显示地产融资仍然疲软。由于当前宽信用没有抓手，整个社会的融资规模向上动能仍不强。



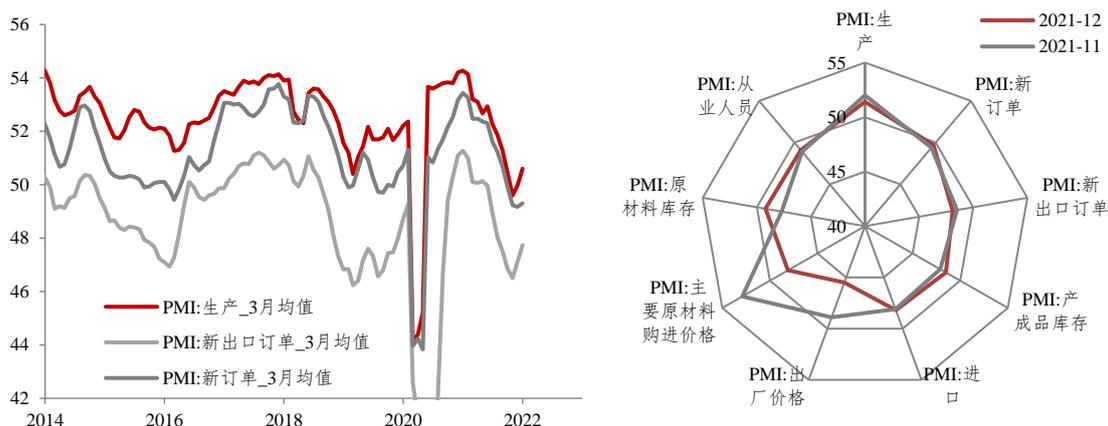
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.2 信用企稳将推动经济景气度逐步修复

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, 相关财政政策表述也更积极。结合当前信用环境已经企稳, 政策发力也将推动经济景气逐步修复。中国 12 月中采制造业 PMI 为 50.3, 已连续两个月回升。从分项上看, 价格指数开始下降, 表征内需的新订单、生产分项则有所回升, 显示内生经济动能开始修复。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

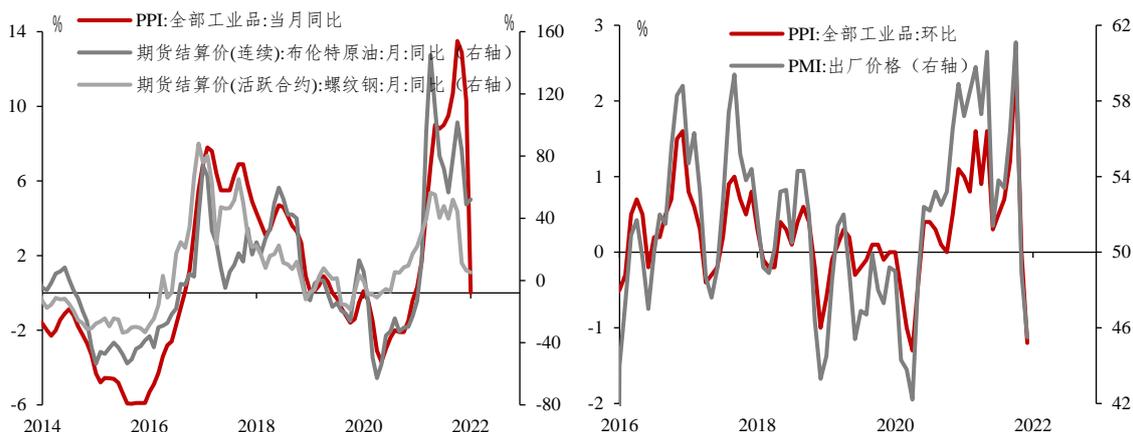
不过, 表征外需的新出口订单仍较为疲弱, 这与出口数据相互印证, 12月出口金额同比增 20.9%, 已开始趋势性减弱, 显示在欧美需求逐步下滑的背景下外需收紧。展望 2022 年, 考虑到较高基数以及海外供应链开始逐步适应疫情等因素, 预计出口增速将有所回落。



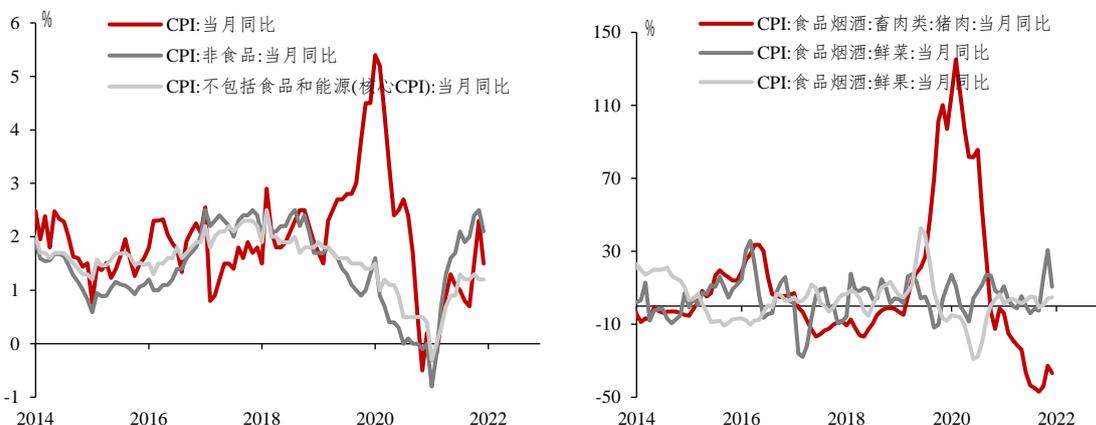
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2.3 PPI-CPI 剪刀差收敛继续推动企业利润向中下游转移

国内 12 月 PPI 同比由 12.9% 下滑至 10.3%, 国内 PPI 已确认进入下行通道。国内 12 月 CPI 在猪肉和鲜菜等食品普涨的拖累下, 同比增速从 2.3% 大幅下滑至 1.5%, 非食品 CPI 和核心 CPI 也出现明显下滑。这一方面是基数效应的影响, 另一方面也是国内生猪产能出清延后的影响。预计 CPI 将在 2022 一季度有所下降, 并在二季度转升。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

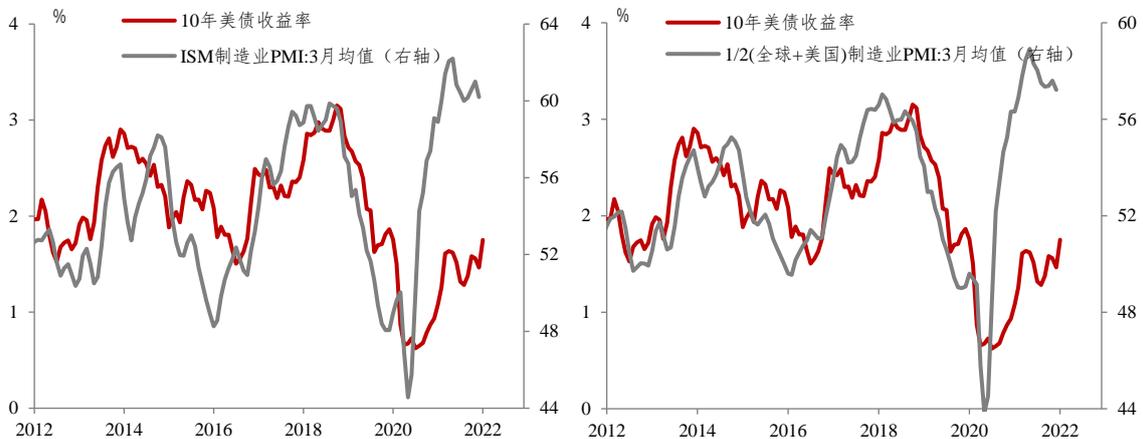
虽然供给矛盾主导的工业品价格上涨向下游传导并不顺畅,但未来随着 PPI 逐步见顶,预计 PPI-CPI 剪刀差将在年底开始逐步收敛,将推动企业利润从上游原材料向中游制造业转移,同时提价因素将推动消费品盈利反转。

二、大类资产展望

2.1 美债利率:已摆脱区间震荡,向上动能仍在,但过高的利率或将压制经济复苏,之后利率将回落

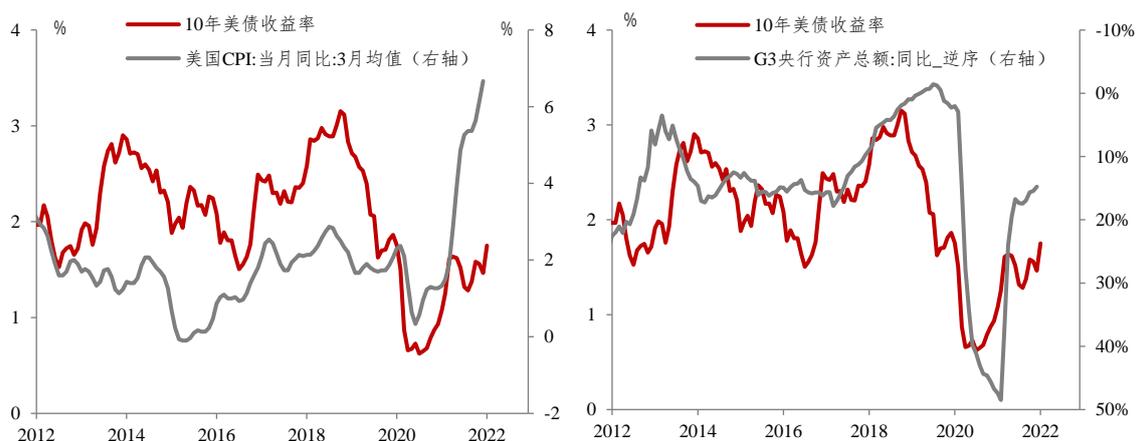
美联储在 12 月 FOMC 会议决定,将购债缩减规模从每月 150 亿美元翻倍至每月 300 亿美元,直至结束本轮 QE,符合市场预期。此外,

“点阵图”所显示的明后年加息路径也变更较为激进，预计明后年均各加息三次。此外，随着美联储主席和副主席对通胀的表态越发强硬，近期市场所预期的加息次数也越来越多，当前已达到4~5次。



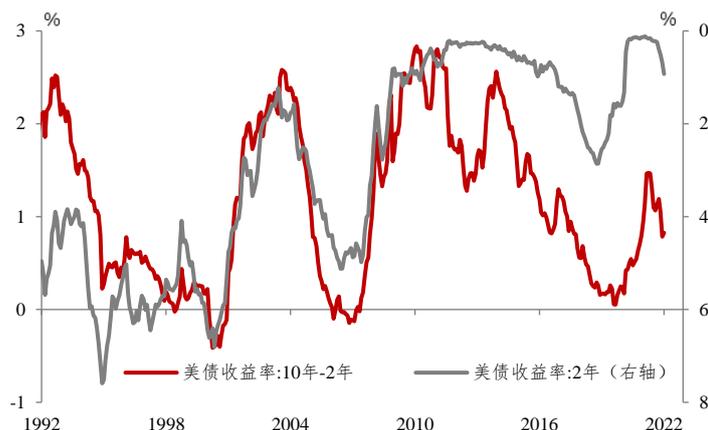
数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

目前，市场的宏观主题正逐步转变为为：“美国经济将减速+联储收紧+中国加大宽松力度”的宏观主题，美国经济正步入中周期减速，但刺激通胀上涨的动能仍在，比如劳动力市场需求仍非常旺盛，结构性失业刺激工资上涨；消费虽有减缓的迹象，但零售消费增速仍远高于疫情前；油价也仍在上涨。这都显示了全球需求恢复与供给受限之间的矛盾。



数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管（全球）

在当前的宏观场景下，市场最关住的变量仍是通胀，持续性的通胀压力也令美联储不得不加快缩表，并将在三月开启加息周期。美国长债利率已摆脱区间震荡，向上动能仍在，但过高的利率可能令经济步入下滑，之后利率也将有所回落。我们预计 10 年美国国债收益率一季度目标点位分别为 2.0%，全年目标 2.4%。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

2.2 国内利率：国内外因素共振，一季度是货币政策宽松的窗口期，利率债做多空间仍在但赔率已大幅降低

从信用维度看，中国 12 月社融同比继续回升，但结构恶化，居民中长期贷款的同比增速扭转了 10 月以来的好转趋势，显示地产链下行所带来的经济基本面走弱仍将持续一段时间。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，如果地产下行预期能得以稳住，则信用收缩将得以企稳，但回升幅度仍有待观察。



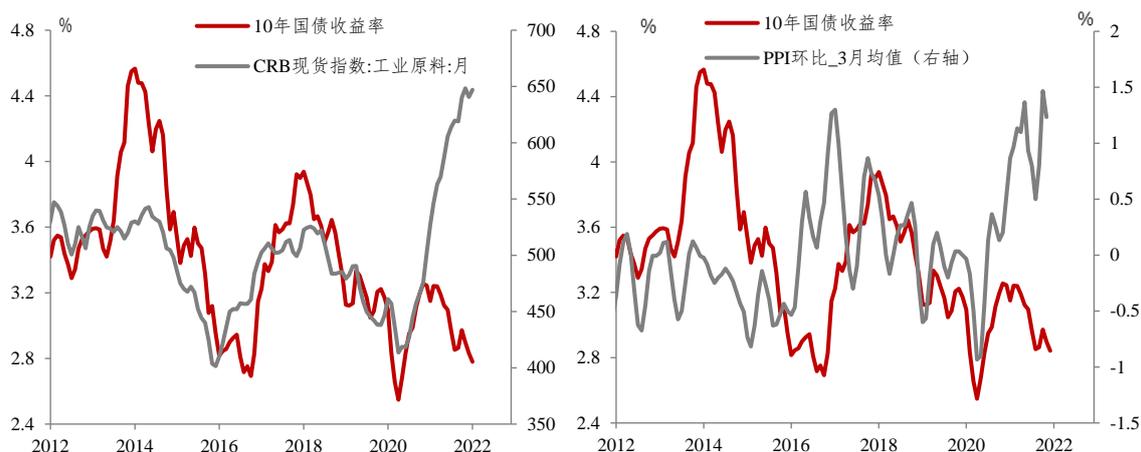
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

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 12 月制造业 PMI 已经连续两个月出现企稳迹象。



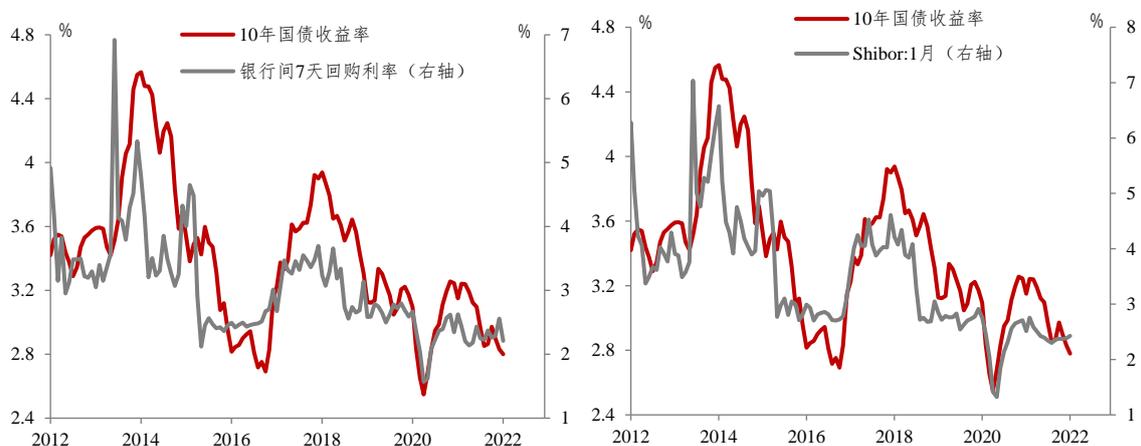
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从通胀维度看, 国内 PPI 拐点已现, 而 12 月 CPI 则由于基数效应也扭头向下。展望 2022 年, 在基数效应下, CPI 在一季度将有所缓和, 但从二季度开始, 随着基数效应的消失和猪肉价格逐步企稳, 叠加食品、调味品提价, CPI 将温和回升, 对货币政策的制约也将逐步加大。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

从政策维度看，美联储将在3月开启加息周期，缩表也在酝酿，因此，一季度将成为货币政策宽松的窗口期。此外，由于经济下行压力加大，年底召开的中央经济工作会议指出，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。在当前的宏观场景下，预计货币政策将保持宽松，财政政策也将更为积极。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

目前，利率市场交易的主线在于现阶段的“宽货币”与远期的“宽信用”预期之间的矛盾，当前货币政策的宽松水平是否能驱动信用扩张是关键，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。因此，国内利率债的做多窗口期仍在，但宽松预期已在逐步透支，空间明显下降。

三、市场观点

3.1 股票市场观点：以震荡调整为主，结构性机会犹存

- ◇ 通胀压力促美联储加快加息节奏，中国股市政策底已过，但政策力度仍有待观察。
- ◇ 下月市场展望：市场大概率不会出现系统性风险，预计 A 股在风格切换中犹存结构性机会，港股估值洼地将受到资金青睐。当前市场更倾向于“高低切换”，调结构重于调仓位。

3.1.1 股票市场回顾

名称	变动 (%)			
	20 日	60 日	120 日	2021 年全年
股票市场				
标普 500	2.12	7.18	8.19	26.89
纳斯达克	0.82	2.50	3.01	21.39
MSCI 亚洲	-0.86	-3.10	-3.05	-0.40
MSCI 中国	-0.91	3.38	4.24	-1.12
恒生指数	-1.04	-6.25	-13.62	-14.08
恒生国企指数	-2.48	-6.70	-16.00	-23.30
恒生科技指数	-6.79	-10.97	-24.31	-32.70
恒生能源业	7.52	-1.75	10.32	20.05
恒生电讯业	6.60	1.17	0.07	6.21
恒生综合业	6.45	0.44	-7.34	6.11
恒生金融业	4.59	2.54	-0.76	5.39
恒生公用事业	1.12	4.28	1.71	-4.75
沪深 300	-2.72	-1.79	-4.70	-5.20
创业板指数	-4.95	-5.51	-11.26	12.02

传媒(申万)	10.28	19.48	10.92	0.53
农林牧渔(申万)	10.06	15.53	12.15	5.20
建筑装饰(申万)	7.75	15.36	16.68	4.27
建筑材料(申万)	7.05	8.65	3.33	2.27
房地产(申万)	7.01	6.87	4.74	5.77
轻工制造(申万)	6.32	13.50	5.30	0.94
综合(申万)	6.09	5.03	-5.43	1.24
家用电器(申万)	5.02	8.83	0.48	4.30

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 12 月 31 日。

港股方面, 最近 20 日恒生指数下跌 1.04%, 恒生国企指数下跌 2.48%, 恒生科技指数下跌 6.79%。恒生指数 2021 年先升后跌, 全年下跌 14.08%, 跌幅创历史第五, 其中能源业表现出众, 资讯科技板块表现最差, 医疗保健板块紧随其后。整个 12 月, 北水持续净流入, 随着 VIE 架构监管措施明朗以及港交所降低二次上市的门槛, 市场预期未来将有更多中概股回流, 港股中概股开始触底反弹。对于中央政府进一步放宽信贷及加快基建贷款, 市场对内银借贷业务持积极态度, 在资金求问和美国将要加息的市场环境下, 投资者加大了银行板块的配置。板块方面, 能源、电讯、综合、金融、公用事业板块表现较好, 分别上涨 7.52%、6.60%、6.45%、4.59%、1.12%。医疗保健、非必选消费品、原材料、工业、资讯科技业块跌幅居前, 分别下跌 12.89%、10.33%、5.70%、5.10%、4.75%。

A 股方面, 最近 20 日沪深 300 指数下跌 2.72%, 创业板指数下跌 4.95%。2021 年 A 股市场整体运行平稳, 结构性行情突出, 上证指数、深圳成指、创业板指数全年收涨, 均连涨三年。从行业来看, 2021 年 A 股市场风格轮动加剧。“双碳”目标下的新能源产业链以及面临供给侧改革的部分传统行业表现突出, 而食品饮料、医药生物、家用电器等此前热门行业均于高位出现回撤。2021 年底 A 股市场开始出现风格转换, 机构投资者由高估值板块转向受惠政策的银行板块和基建板块。细分板块方面, 传媒、农林牧渔、建筑装饰、建筑材料、房地产、

轻工制造、综合、家用电器板块分别领涨 10.28%、10.06%、7.75%、7.05%、7.01%、6.32%、6.09%、5.02%。跌幅靠前的板块有电力设备、有色金属、美容护理、食品饮料、汽车、国防军工，分别下跌 13.94%、10.13%、9.73%、7.89%、7.56%、5.82%。

美股方面，标普 500 指数最近 20 日上涨 2.12%，纳斯达克下跌-3.75%。标普 500 指数 2021 年创下多项辉煌记录，70 多次创新高、没有任何一个月落入休整、大盘和 11 个类别股票全年涨幅都超过 20%，其中能源和信息技术板块以 48% 和 33% 的涨幅居前。在 2021 年的最后一个月中，投资者积极加码传统上属于防御类的板块，包括必须消费品、房地产投资信托以及公用事业，逐渐减仓 2021 年表现居前的能源和资讯科技板块。预计美股在 2022 年初可能会承压，包括 Omicron 变体疫情的不确定性、美联储更鹰派的发言、通胀打压美国企业第四季财报表现、美股估值已逼近五年高点等。

3.1.2 基金经理观点

国内宏观方面，全面降准落地，政治局会议定调六稳六保，推进保障性住房建设、支持商品房市场健康和良性循环。社融和 PMI 开始企稳、地产融资政策边际改善、基建托底力度加大。海外宏观方面，美国经济仍处于扩张阶段，但增速将逐步回落至长期潜在增长水平。就业市场继续改善，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，并开启加息周期。

下月市场展望：海外市场风险是关注重点，A/H 股市场大概率不会出现系统性风险，预计在风格切换的背景下犹存结构性机会，港股估值洼地将受到资金青睐。我们认为，市场调整下来后反而危中有机。

市场出现系统性风险往往需要同时具备“高估值+流动性预期差”。就 A 股而言，整体估值中性，仅有结构性高估值，货币中性偏宽松，信用逐步企稳；就港股而言，整体估值较低，流动性温和收敛，产业政策风险逐步释放。当前经济景气不好，但大量行业的盈利增速将在

明年上半年见底，且流动性预期不差。因此，我们将重点布局低估板块以及各赛道盈利边际改善的环节。综合宏观因素、行业周期以及投资框架等多个维度，我们梳理了三大投资主线，作为下月的主要投资方向：

投资主线一：现阶段“稳增长”仍是市场的主线。配置策略主要集中在三个方向：1) 地产链：“政策底”确立后，关注地产链上具有成长性和全球竞争力的赛道，如物业管理、防水材料、五金门窗、家具家居等；2) 基建链：虽然市场对基建力度仍然疑虑很大，但基建链中偏成长的板块仍值得关注，如高空作业平台、液压器件等；3) 新能源基建：在“碳中和”的长期逻辑下，储能以及电网智能化建设的空间巨大。

投资主线二：“高低切换”可能是市场的中短期博弈焦点，但可找与之匹配的长线标的。该主线下的配置策略主要集中于三个方向：1) 游戏和平台经济方向：游戏政策落地，平台经济政策风险也逐步释放，目前估值处于底部区域，赔率较高，关注确定性较强的互联网龙头；2) 金融：在存款搬家的背景下，居民资产将逐步从地产向资本市场转移，参控股基金公司或资管子公司利润占比高的券商，以及财富管理能力较强的银行的盈利增速及稳定性都有提升空间；3) 餐饮旅游：业绩处于底部区域，未来行业景气有反转预期的，在利空出现时可小幅加仓博高赔率，如餐饮、旅游、航空、机场、酒店、猪肉等。

投资主线三：PPI-CPI 收敛，上游让利推动中游制造和下游消费盈利修复，控本力强及量增稳健的行业或产业链环节将受益。该主线下的配置策略主要集中于三个方向：1) 竞争格局较好或边际改善明显，未来有能力将成本端压力消费者转移的消费品，如啤酒、乳制品、调味品；2) 材料或运费成本压制边际改善推动毛利率修复，且处于产业链中盈利边际改善的中游制造、可选消费，如白色家电、小家电、防水材料、光伏组件/逆变器、“风光电”运营商等；3) 芯片紧张缓解，

全球开启补库存周期或产能放量的中游制造业和可选消费，如新能源整车、电池、汽车零部件、芯片设计环节等。

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个月关注的主线，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。
- ◇ 对于投资级，中资投资级相对于同业的利差仍处于较宽的水平。中资投资级板块目前也主要以偿付能力和支付意愿依然强劲的国企发行人为主。

3.2.1 债券市场回顾

名称	变动			
	20 日	60 日	120 日	2021 年全年
债券市场				
2 年期美国国债 (bps)	29.26	164.59	194.16	501.53
5 年期美国国债 (bps)	8.83	30.76	41.83	249.53
10 年期美国国债 (bps)	4.49	1.59	2.93	65.11
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (bps)	-9.41	-1.09	-0.92	44.66
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-0.24	-1.36	-2.33	-2.44
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-0.07	0.12	0.53	-0.01
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-0.94	-6.84	-12.18	-11.05
JACI 亚洲美元债信用利差 (bps)	-11.50	-7.05	-2.13	-4.89
JACI 亚洲投资级信用利差 (bps)	-3.90	-4.01	-7.50	-14.79
JACI 亚洲高收益级信用利差 (bps)	-23.13	-8.18	11.18	15.85

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

2021 年 12 月，摩根大通亚洲美元债指数下跌 0.24%，其中投资评级上涨 0.51%，高收益评级下跌 0.07%，房地产板块下跌 0.94%。

中资美元债方面，高收益债券市场受世茂负面消息的影响，投资者情绪继续受到打击。地产板块受消息面影响依然延续了之前的颓势，BB 区间名字世茂受信托违约及寻求 ABS 展期等新闻影响，价格曲线全线受挫；高收益地产市场再次呈现单边卖出状态；有报道指中国监管层敦促银行在一季度加快对地产行业的贷款，以便于该板块内部加速并购整合。

投资级债券市场较为稳定，一些标杆 SOE 名字利差变化不大。受利率大幅波动影响，全周一二级市场新发行不如以往开年踊跃；二级市场受技术面影响，虽然基准利率上行，但配置需求仍然推动地产之外的金融、国企及城投等板块表现稳定，信用利差小幅收窄。

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%，LPR 一年期下调 5bp 至 3.80%，我们预计未来利率仍有进一步下行空间。PBOC 年底公开市场操作，特别是 Repo 净投放增加了缓解年底流动性紧张，市场利率（例如 Shibor）年底并没有出现往年的跳涨。2021 年人民币债券市场走势与经济走势相匹配，上半年经济未见大的下行压力，利率保持高位；下半年经济下行的压力增大，利率出现显著下行。6 月开始，国内消费需求转弱，出口动能降低，受房地产拖累投资在下半年拖累经济下探，市场利率于此基本保持同步；货币政策出现转向：央行两次降准，并于 12 月下调 LRP 一年期基准利率。十年期国债息率由年初的 3.18% 升至 3.28% 高位后，7 月下行明显，年底收于 2.77% 的低位。人民币债券受通胀的影响较小，PPI 全年冲顶高位，并逐步向 CPI 传导，但没有阻止利率下半年下行的趋势。

3.2.2 基金经理观点

投资评级中资美元债券

中资投资级相对于同业的利差仍处于较宽水平。中资投资级板块目前也主要以偿付能力和支付意愿较为强劲的国企发行人为主。在 TMT 板块，由于头部企业的扩张计划受到法规限制，从信用角度来看是一个正面信息。

高收益级中资美元债券

房地产债券仍然是未来一个月关注的主线，我们的基本判断是，市场不会出现系统性风险，政策将出现边际放松，BB 优质名称有望重启再融资（ABS+银行贷款），未来大概率仍会有暴雷现象，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、预售资金监管以及企业偿债压力。当前的解决路径可能是房企通过国企、地方平台加大杠杆收购解决，从而实现软着陆。

由于地产发行人仍面临债券到期、严格的监管限制、买家情绪低落、付款要求加快以及缺乏资本市场准入等问题，第一季度可能仍然困难重重。我们预计情况将在一季度后慢慢好转，因为政府可能会进一步放宽限制，而市场对潜在幸存者的认识也将更加清晰。目前，价差仍处于历史最高水平，我们预计价差将在下半年后收窄。

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。