

## 全球资产展望-2022 年第 3 期

### 风险集中释放 静待转折到来

#### 资产配置观点

- 上月，我们在战略配置中采用“中周期收缩”的宏观场景，维持战略配置中风险资产的低配，以表达后期经济可能遭遇减速和流动性出现剧烈转折的冲击。战术上加大防御，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。美股行业配置偏重必选消费、公用事业、金融等具备防御性的板块和大盘股。同时对美元、欧元、澳元、加元的观点改为中性，继续看多人民币。上月实际受俄乌冲突影响，美股大幅回调，油价等商品大幅上涨，美债收益率下跌。与我们的配置观点基本一致。
- 展望下月，战略配置继续按照“中周期收缩”的宏观场景，继续维持战略配置中风险资产的低配。战略上认为中国经济即将进入中周期加速，股票配置继续偏重大中华股票市场。
- 战术配置将基于“俄乌冲突+联储加息”的宏观主题，继续加大防御。俄乌冲突还在加剧，美欧对俄罗斯的制裁推高大宗商品价格，加大通胀失控的风险，同时也加大了衰退的风险。美联储 3 月 FOMC 会议如市场预期加息，偏中性，并表示经济会减速，但离衰退还比较远。美联储 3 月会议整体为股市留有空间和余地，后面将视通胀演进再考虑是否激进加息。当前，受俄乌冲突和联储加息的双重影响，股市已经进行了充分风险释放，结合俄乌危机的明朗化，3 月份可能迎来股市的低点。原油等商品的供需矛盾在俄乌冲突后可能持续更久。中国两会的召开提振了政策稳增长预期，叠加大中华股票的超跌现状，我们在结构上继续侧重大中华区，低配欧元区、日本和美国市场。美国通胀高悬、经济不弱，保持美国国债的空头对冲。美股的行业配置适当偏重能源、原材料、必选消费、公用事业等具备防御性的板块和大盘股。战术上看空美元、欧元，看多澳元、加元及人民币。

看多黄金和白银及受俄乌冲突影响较大的商品及商品货币。

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

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

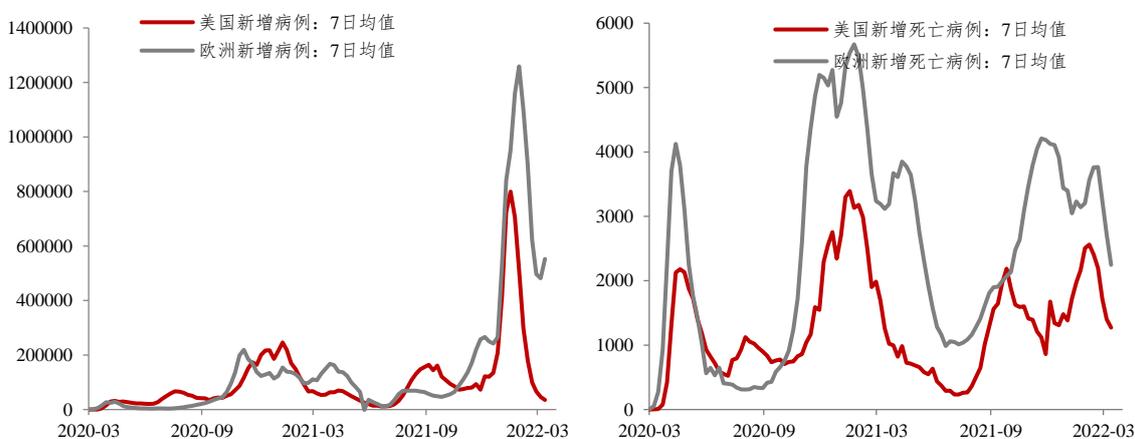
|   |           |
|---|-----------|
| <b>一、全球经济周期</b>                                       | <b>3</b>  |
| <b>1.1 海外宏观：俄乌冲突推升全球通胀</b>                            | <b>3</b>  |
| 1.1.1 Omicron 疫情大幅减缓，美国劳动力市场需求强劲                      | 3         |
| 1.1.2 美国处于“工资-通胀”螺旋中，通胀短期仍将持续上行                       | 4         |
| 1.1.3 美国制造业景气度仍在下行                                    | 5         |
| <b>1.2 国内宏观：稳增长政策将持续发力</b>                            | <b>6</b>  |
| 1.2.1 货币政策仍有空间，“宽货币”将持续发力                             | 6         |
| 1.2.2 宽信用受阻叠加近期疫情升温，经济景气度企稳仍需时日                       | 7         |
| <b>二、大类资产展望</b>                                       | <b>8</b>  |
| <b>2.1 美债利率：联储加息落地并明确缩表，利率中长期向上动能仍在</b>               | <b>8</b>  |
| <b>2.2 国内利率：在宽货币政策传导至宽信用前，利率仍有下行空间</b>                | <b>10</b> |
| <b>三、市场观点</b>   | <b>13</b> |
| <b>3.1 股票市场观点：防御为主，加配价值类防御性板块</b>                     | <b>13</b> |
| 3.1.1 股票市场回顾  | 13        |
| 3.1.2 基金经理观点  | 15        |
| <b>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</b> | <b>16</b> |
| 3.2.1 债券市场回顾  | 16        |
| 3.2.2 基金经理观点  | 19        |

一、全球经济周期

1.1 海外宏观：俄乌冲突推升全球通胀

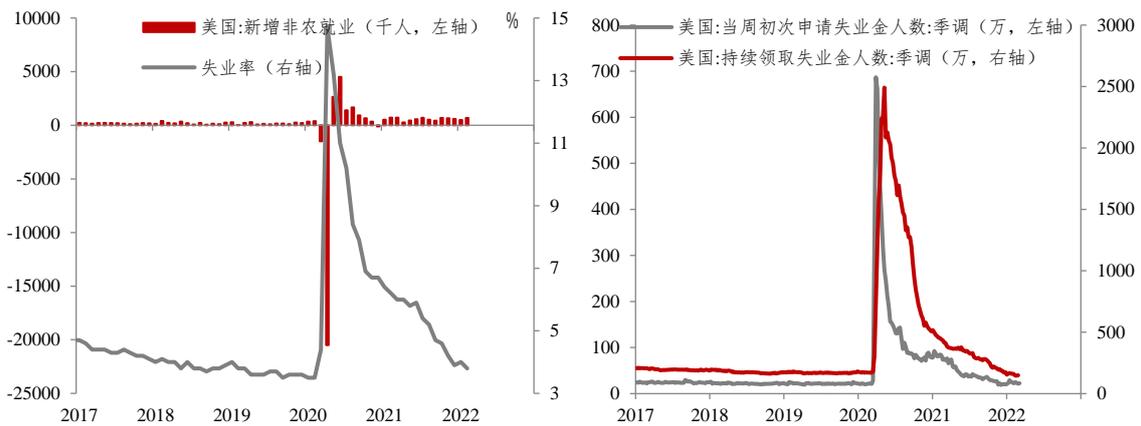
1.1.1 Omicron 疫情大幅减缓，美国劳动力市场需求强劲

近期，美欧 Omicron 疫情已大幅减缓，美国 7 天日均新增病例已从 100 万降至 5 万以下，欧洲 7 天日均新增病例也已减半，日均新增死亡病例数也明显下降。

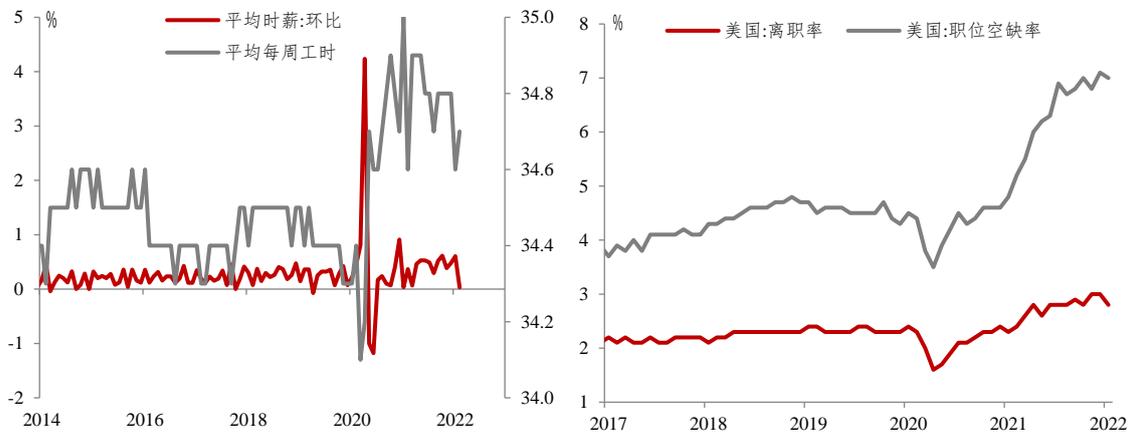


数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

美国 2 月新增非农就业 67.8 万人，失业率降至 3.8%，明显好于市场预期和前值。其中，新增就业集中于建筑业和服务业，显示服务型就业需求强劲。此外，劳动参与率提升，平均时薪增速则有所放缓，这可能是受新增就业多为低收入劳动力所拖累，叠加职位空缺率仍在持续上升，美国的“工资-通胀”螺旋上升趋势可能仍未结束。



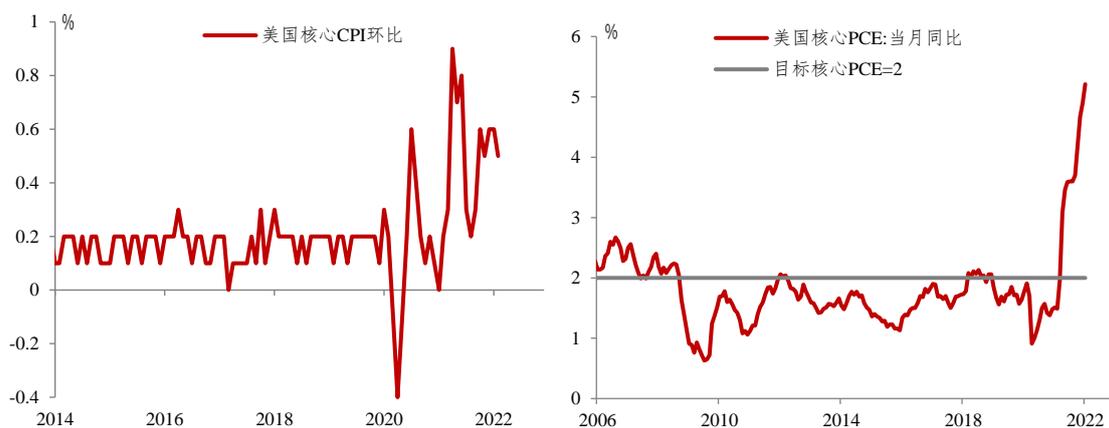
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



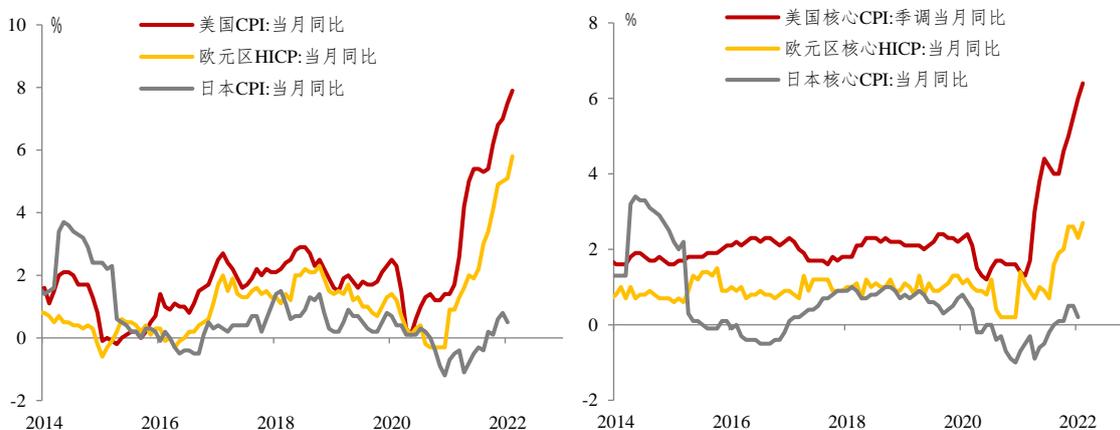
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

### 1.1.2 美国处于“工资-通胀”螺旋中，通胀短期仍将持续上行

美国 2 月 CPI 同比增 7.9%，环比增 0.5%，其中能源、食品、租金仍是主要支撑，当前美国 CPI 上行趋势能否缓解取决于油价走势。1 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，美国通胀仍有上行压力，控制通胀已成为拜登及美联储的主要任务。



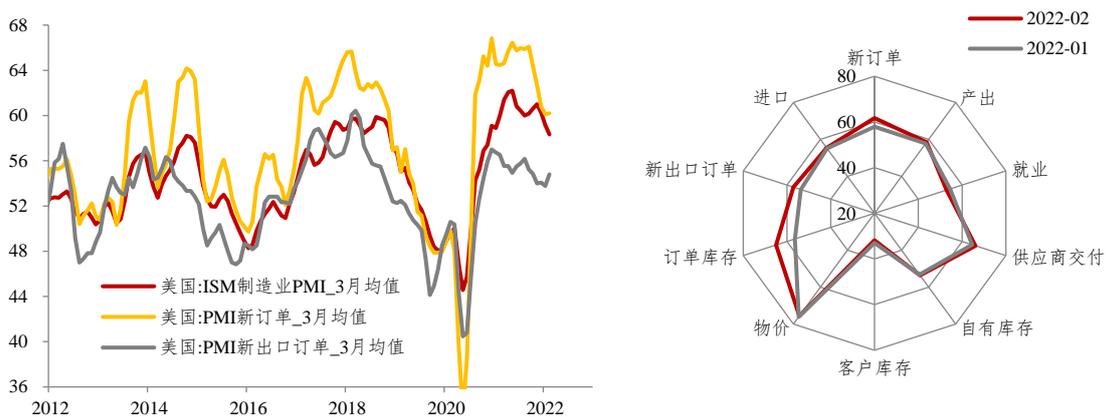
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



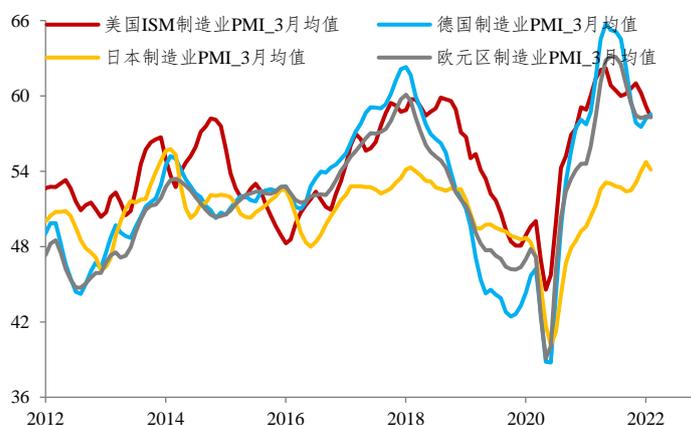
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

### 1.1.3 美国制造业景气度仍在下行

发达国家制造业景气度仍处于下滑趋势中，美国 2 月 ISM 制造业 PMI 降至 58.6。从结构来看，表征内需的新订单和产出以及表征外需的新出口订单虽然略有好转但仍处于下行趋势中，显示美国经济的复苏动能正在持续减弱。不过，欧元区及日本的制造业 PMI 则有所修复。



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 货币政策仍有空间，“宽货币”将持续发力

基建地产方面，虽然市场仍有疑虑，但稳增长的政策定调是非常明确的，政策扭转内需过冷的需求也是非常迫切的，预计后续“稳增长”政策将不断出台。中国2月社融存量同比增10.2%，人民币贷款存量同比降至11.4%，M2同比增速也放缓至9.2%，均较上月明显下降且远低于市场预期。结构上，居民中长期贷款和企业中长期贷款持续偏弱，显示企业和房贷融资需求仍然较为疲软。叠加近两周疫情反

弹，预计央行将在近期采用降息或降准的方式降低融资成本，并支持金融市场流动性。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

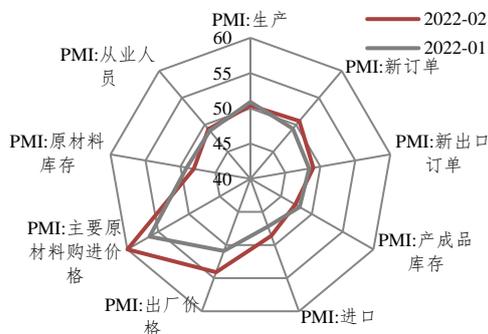
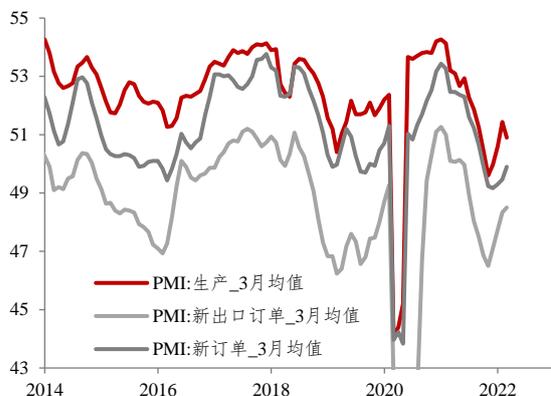
### 1.2.2 宽信用受阻叠加近期疫情升温，经济景气度企稳仍需时日

去年年底召开的中央经济工作会议提出，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，相关财政政策表述也更积极。近期，刘鹤副总理在金融稳定委员会上又重提了相关表述。虽然2月份金融数据显示从“宽货币”到“宽信用”仍需时日，但当前信用周期已经触底，政策发力将逐步推动经济景气逐步修复。

中国2月中采制造业PMI为50.2，较上月小幅上升。从分项上看，价格指数大幅上升，表征内需的新订单、生产分项仍处于上行趋势。表征外需的新出口订单也有所反弹，不过展望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，叠加近期国内疫情升温，经济景气企稳仍需时日。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

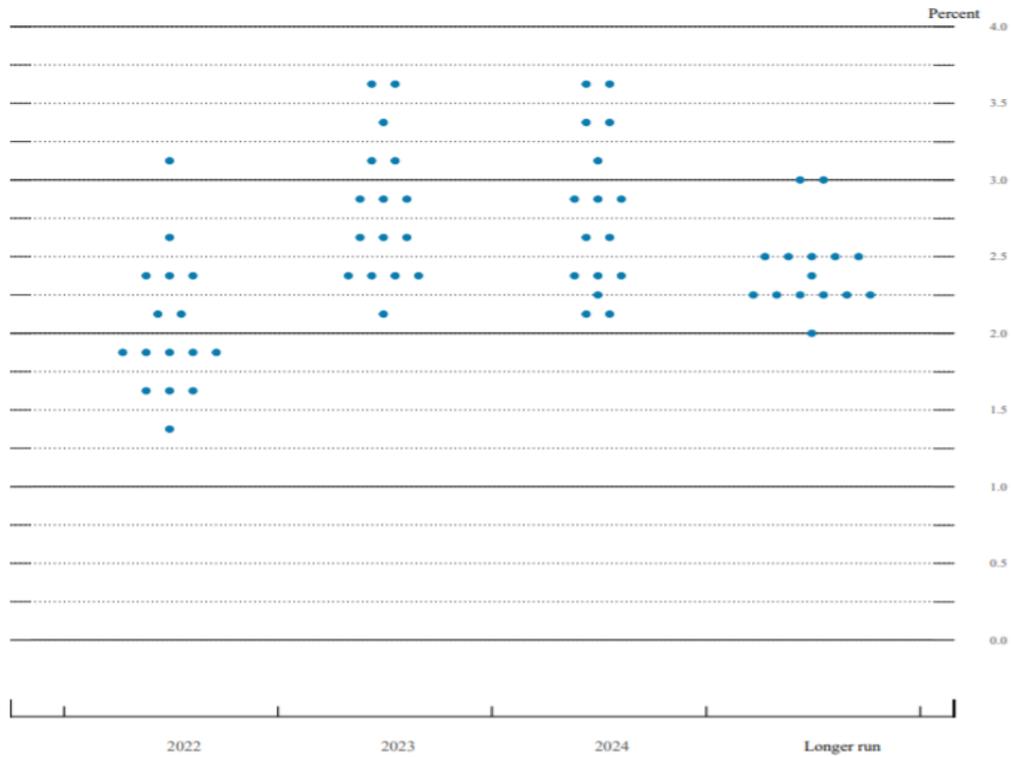


数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

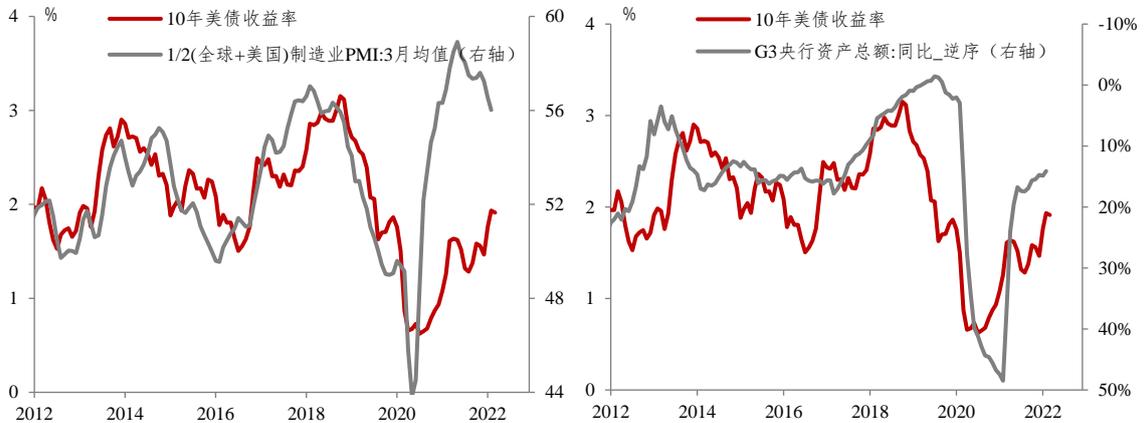
## 二、大类资产展望

### 2.1 美债利率：联储加息落地并明确缩表，利率中长期向上动能仍在

3月16日，美联储发布3月FOMC会议声明，如期上调联邦基金目标利率25bps，点阵图显示2022年将加息7次，且明确了下次会议将给出缩表路径。同时，美联储大幅下修了经济增长预期并大幅上修了通胀预期，显示美联储认为经济可能向滞胀迈进。此次会议决议内容基本符合市场预期，兑现了加息预期并明确缩表，也通过点阵图暂时打消了市场对未来加息超预期的忧虑，市场也对此反应也较为积极。



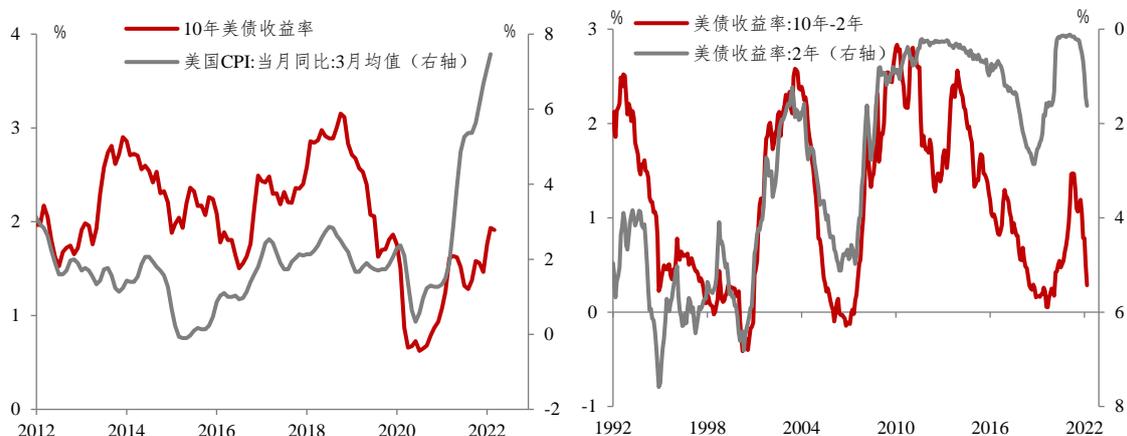
数据来源: Federal Reserve, 工银资管 (全球)



数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

近期随着俄乌冲突不断加剧, 美欧对俄罗斯的制裁推高大宗商品价格, 加大通胀失控的风险, 同时也加大了衰退的风险。目前, 市场的宏观主题进化为: “俄乌冲突+联储收紧” 的宏观主题。美国经济已步入中周期减速, 但在俄乌冲突推升全球能源和农产品价格的背景下, 通胀高点还未出现, 上涨动能仍在。此外, 非农数据显示, 美国

劳动力市场的需求仍非常旺盛，就业正在加快修复，这些都为联储逐步加息扫清障碍。

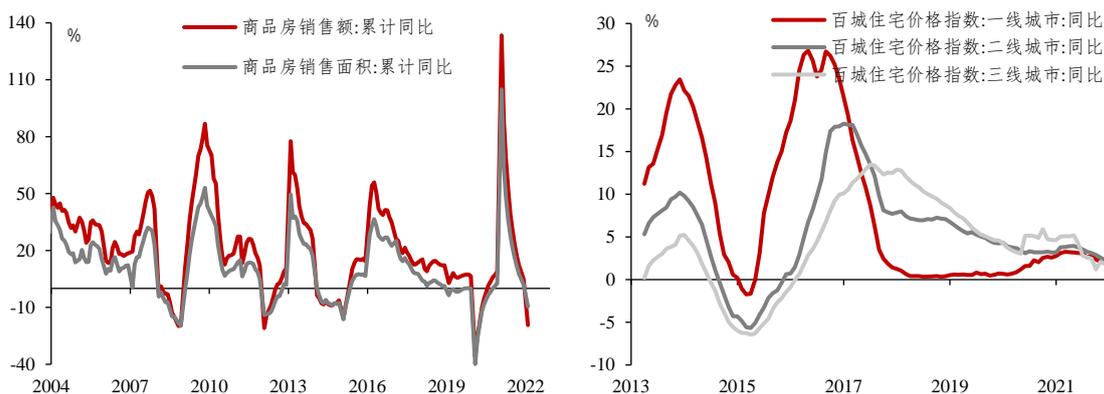


数据来源：Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

在当前的宏观场景下，市场最关注的变量仍是通胀。全球能源及农产品价格仍在上涨，背后反应的不仅是俄乌冲突，也反应了全球能源长期需求恢复与资本开支之间的矛盾。当前相比担心经济减速更应该担心的是通胀，以及两者同时发生情况下的滞涨，预计今年年底 10 年美国国债收益率将在 2.4% 附近上下波动。

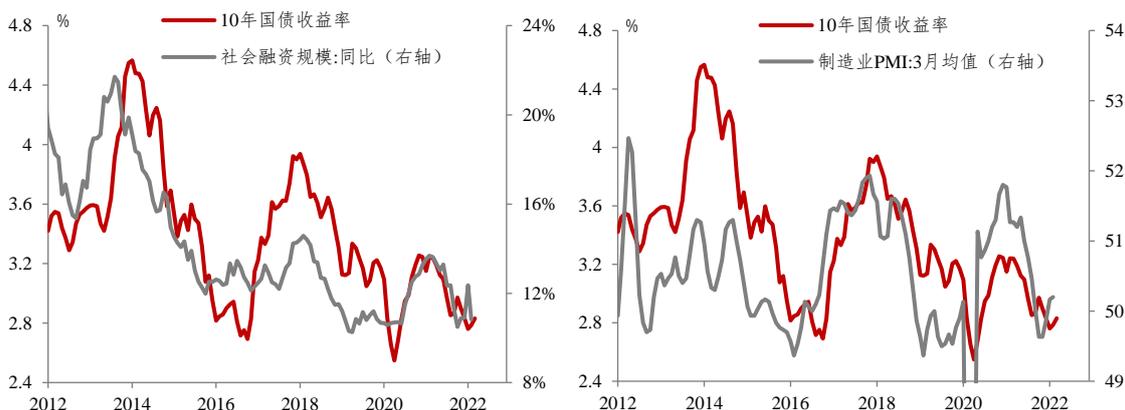
## 2.2 国内利率：在宽货币政策传导至宽信用前，利率仍有下行空间

从信用维度看，中国 2 月社融同比回落，显示从“宽货币”传导至“宽信用”仍需时日。自去年 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，但从近期的房价、商品房销售及居民中长期贷款来看，地产链下行压力仍在，预期仍未企稳，信用扩张也不如预期。



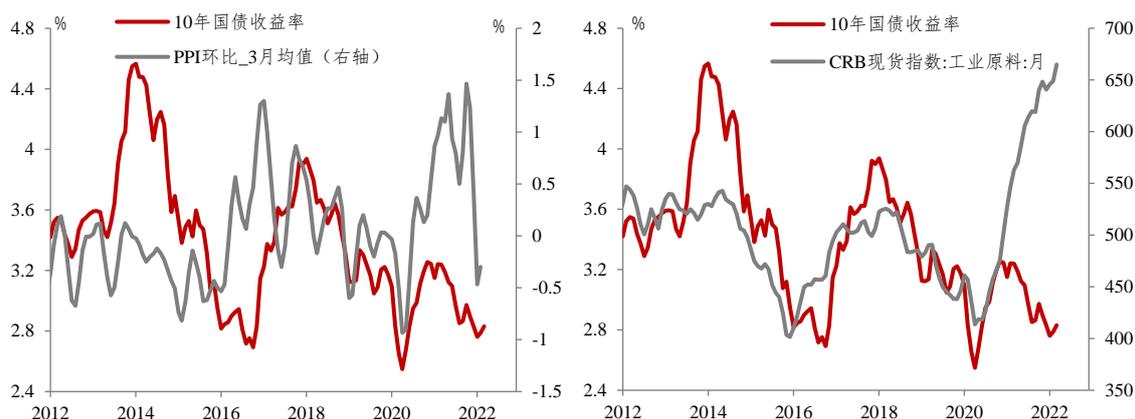
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

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,2月制造业PMI略有反弹。不过,俄乌局势推动大宗商品价格上涨,全球滞胀压力上升,后续随着出口逐步回落叠加国内疫情升温,制造业景气度趋势仍存疑。



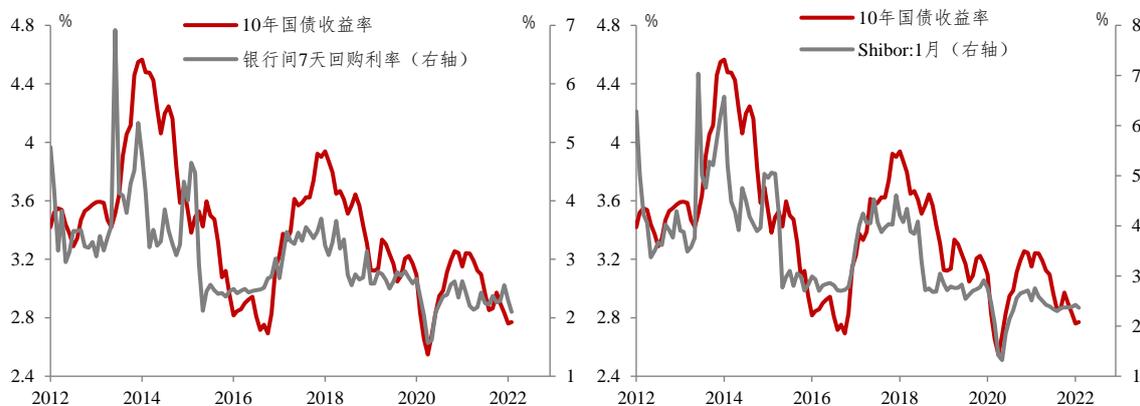
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从通胀维度看, PPI 拐点早已出现,但俄乌局势推动全球大宗商品价格上涨,导致 PPI 环比出现了上升, CPI 则与上月持平。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, 美联储在 3 月开启加息周期, 缩表也将跟进, 一、二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, 中央“稳增长”的态度也愈发坚决, 各方面都在积极推出有利于经济稳定的政策。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)

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, 而从 2 月社融数据来看, 宽货币尚未传导至宽信用, 10 年国债利率仍有下行空间。

### 三、市场观点

#### 3.1 股票市场观点：防御为主，加配价值类防御性板块

- ◇ 中国政策边际宽松，两会或带来短期结构性行情。美联储加息叠加俄乌冲突发酵，短期能源及价值股受益。
- ◇ 投资策略：加配防御性板块，回避高估值。把握“稳增长”主线的结构性行情。

##### 3.1.1 股票市场回顾

| 名称          | 变动 (%) |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
|             | 20 日   | 60 日   | 120 日  | 年初至今   |
| <b>股票市场</b> |        |        |        |        |
| MSCI 亚洲     | -3.34  | -8.59  | -12.47 | -8.16  |
| MSCI 中国     | -5.58  | -13.71 | -16.03 | -11.03 |
| 标普 500      | -2.45  | -7.64  | -3.13  | -9.18  |
| 纳斯达克        | -1.89  | -15.13 | -11.86 | -14.90 |
| 恒生指数        | -7.59  | -6.18  | -16.88 | -6.38  |
| 恒生国企指数      | -6.58  | -7.10  | -18.81 | -6.67  |
| 恒生科技指数      | -7.44  | -17.28 | -31.21 | -16.45 |
| 恒生能源业       | 8.41   | 25.50  | 19.51  | 22.65  |
| 恒生电讯业       | 6.33   | 4.16   | -18.31 | 7.27   |
| 恒生金融业       | -1.08  | 2.34   | -2.71  | -1.11  |
| 恒生地产建筑业     | -3.41  | 9.92   | 2.82   | 9.31   |
| 恒生资讯科技业     | -1.13  | -7.41  | -6.43  | -8.99  |
| 沪深 300      | -1.25  | -20.72 | -14.48 | -17.28 |
| 创业板指数       | 24.60  | 22.61  | 9.40   | 19.35  |
| 银行(申万)      | 13.79  | -4.02  | 15.62  | 1.57   |
| 建筑装饰(申万)    | 9.69   | 8.69   | -6.85  | 2.41   |
| 煤炭(申万)      | 8.69   | 2.93   | 9.55   | -5.19  |
| 石油石化(申万)    | 7.38   | -0.52  | -21.97 | -0.52  |
| 房地产(申万)     | 6.84   | -4.46  | -8.75  | -4.49  |
| 交通运输(申万)    | 6.83   | -4.46  | -8.75  | -4.49  |

|          |       |       |        |       |
|----------|-------|-------|--------|-------|
| 建筑材料(申万) | 5.97  | 3.05  | -3.32  | 0.84  |
| 钢铁(申万)   | -3.34 | -8.59 | -12.47 | -8.16 |

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 2022 年 2 月 28 日。

截至 2 月 28 日, 港股方面, 最近 20 日恒生指数下跌 7.59%, 恒生国企指数下跌 6.58%, 恒生科技指数下跌 7.44%。在欧洲地缘政治紧张局势升级以及香港疫情严峻的情况下, 港股 2 月大幅下跌。当前股市受情绪面和资金面影响较大, 市场在 3 月份业绩期来临之前缺乏上行支持动力。板块方面, 能源和原材料等防御性板块表现较好, 分别上涨 8.41%、6.33%。资讯科技、非必需消费品、医疗保健、金融业和地产建筑业板块跌幅居前, 分别下跌 17.25%、12.14%、9.95%、8.13%、7.96%。

A 股方面, 最近 20 日沪深 300 指数下跌 1.13%, 创业板指数下跌 1.25%。中国内地于 3 月 5 日召开两会, 稳增长政策陆续发布, 有望减缓市场对稳增长力度的担忧, 其中“着力扩大有效投资”成为今年的重要主题之一。传统的交通水利及 5G 等新基建项目逐步启动, 有助带动今年基建投资及经济增长。内地 2 月新楼价格回稳, 连续两个月环比跌幅收窄, 得益于内地房地产政策边际宽松, 陆续有城市降低首付比例或新房按揭利率, 有助于刺激内房市场需求。细分板块方面, 煤炭、有色金属、综合、公用事业、钢铁、环保、基础化工、石油石化板块分别领涨 24.60%、13.79%、9.69%、8.69%、7.38%、6.84%、6.83%、5.97%。跌幅靠前的板块有家用电器、非银金融、汽车、电子、食品饮料、电力设备, 分别下跌 17.94%、17.61%、14.66%、14.44%、13.24%、12.29%、11.60%、6.91%、4.04%、3.75%、2.92%、2.68%、2.56%。

美股方面, 标普 500 指数最近 20 日下跌 3.34%, 纳斯达克下跌 5.58%。2 月美股市场表现分化, 能源、金融、原材料、旅游板块表现强劲, 通信、科技互联网、消费零售、医疗、公用事业板块表现疲弱。随着俄乌冲突和东欧的局势越来越紧张, 地缘危机将引起全球资本市场动荡。通胀和战争给美股带来双重压力, 导致 2 月美股及其他全球市场遭到了

重挫。国际原油的价格一路上涨，上探每桶 100 美元左右，给一些美股上市企业带来损失。

### 3.1.2 基金经理观点

**2022 年 3 月市场观点：**中国政策边际宽松，两会或带来短期结构性行情。美联储加息预期兑现，波动中寻找短期底部，价值板块短期受益，随着俄乌冲突风险事件落地，成长股存在超跌反弹机会。

国内方面，中国经济数据疲弱，货币和财政政策支持仍有预期，3 月两会“稳增长”的基调有望缓解市场对稳增长力度的担忧，可能会带来短期结构性行情。房地产、互联网等去年受到压制的板块今年或有希望迎来政策上的边际放松，基本面或有边际改善，下半年确定性更高。当前 A 股有结构性高估值，港股则估值较低，成长股经过近期的调整估值趋于合理。海外方面，美国通胀仍有上升动力，叠加俄乌冲突导致能源及农产品价格暴涨，美国进入加息周期。乌克兰冲突虽然短期难以平息，但部分风险或已被市场消化。考虑到美债利率前景，短期价值股相对表现较好，但加息落地以及俄乌冲突局势明朗之后，成长股存在超跌反弹机会。

**投资策略：**加仓价值股等防御性板块，回避高估值，成长股采用低 PEG 策略。把握“稳增长”主线，调结构并做多通胀。

投资主线一：防御性较强且盈利持续扩张的部分金融和公用事业等高股息、低估值板块。如部分银行、保险、公用事业。

投资主线二：新基建等“稳增长”板块。虽然市场对基建力度仍有疑虑，但当前中央稳增长决心较大，在碳中和及数字基建的背景，更看好光伏组件等赛道股中利润边际改善的环节，同时增配工业软件、云计算等新基建。

投资主线三：平台经济政策逐步落地且政策利空逐步出清，当前估值已处于底部区域的成长股。如电商、游戏、广告、本地生活服务、医疗服务、物业管理等。

投资主线四：保持抗通胀品种的较高配置比例。未来随着海外经济周期向下，将逐步降低油服、煤炭等上游通胀品种，同时增配调味品、啤酒等下游通胀品种。

### 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

- ◇ 近期房地产销售、信贷和融资端利好政策逐渐增加，但与之对应的是目前销售持续低迷、部分公司信用事件时有暴露，我们预计政策春风传导至购房预期及发行人流动性端尚需时日，后续板块行情波动及违约率增加难以避免，我们将对板块维持谨慎，仅在超跌时选择头部名字进行战术性投资。
- ◇ 受地缘政治危机及联储加息的双重影响，整个市场处于 de-risk 状态，各个板块均有不同程度下跌。我们倾向与保守配置，聚焦在 3 年内短期限且较为优质的央企及银行类，可以选择性持有风险回报较好的 AMC 及银行名字，避免长端 TMT。

#### 3.2.1 债券市场回顾

##### 亚洲债券市场

2022 年 2 月，受中资房地产板块拖累，彭博巴克莱亚洲高收益美元债指数下跌 8.61%，一季度累计下跌 14.96%，彭博巴克莱亚洲投资级美元债指数下跌 1.52%，一季度累计下跌 3.28%。富时点心债投资级指数上涨 0.02%，一季度累计上涨 0.69%。Markit iBoxx 亚洲美元债指数下跌 2.22%，一季度累计下跌 4.36%。

2022 年 2 月，亚洲高收益债券市场深化跌幅（JACI 非投资级板块月跌幅为 4.41%），拖累主因仍为中资高收益房地产板块（Markit iBoxx 中资高收益房地产美元债指数月跌幅为 14.33%，年初至今跌幅已高达 23.29%）。截止 2022 年 2 月 28 日，Markit iBoxx 中资高收益房地产美元债指数百元报价已跌至 40.4951，跌穿前期低点（2022 年 1 月 18 日 @41.3107）。具体而言，中资高收益房地产板块对近期的政策春风不为所动，下跌主因仍为与债务违约、债券展期相关的头条风险，其中“言而无信”的正荣领跌，超预期按期偿付美元债的融信领涨，同时龙光因“境内监管试探机构对公司展期的态度”而出现断崖下跌，从而拖累板块的整体走势，同为相对优质的宝龙、新城亦未能幸免。同时，美元债展期行为络绎不绝，市场的意外早已成为常态，2 月新增展期主体包括正荣、银城、景瑞、国瑞。虽然中央及地方陆续出台提振市场情绪、促进商品房销售的相关政策，但相关托底政策传导至购房预期尚需时日。克而瑞发布 2022 年 2 月房企销售情况，百强房企单月销售额同比降幅进一步扩大至 46.5%（1 月单月同比降幅为 40.7%），1-2 月累计销售额同比降幅为 43.4%。

投资级债券市场，地缘政治危机，叠加美联储开启加息周期，投资级市场处于去风险的状态，整体市场以卖盘为主、走势较弱。对俄乌危机的不确定性，及息率上升的担忧，导致大部分有需求的投资者采取观望态度。JACI 高评级债券总回报 2 月份继续下跌-1.6%，年初至今下跌-3.14%。行业上，各个行业息差均有不同程度走阔，其中央企及金融类息差走阔较少，但 TMT、投资级地产、AMC 息差走阔较高。中国 5 年 CDS 突破 60，处于近年的高位。我们倾向保守配置，聚焦在 3 年内短期限较为优质的央企及银行类。JACI 中非中国的地区，东南亚国家中印尼、菲律宾资金净流出显著增强，韩国及新加坡受影响较小。虽然能源性出口国家地区受益于高企的能源价格，但由于一般久期较长，买方的需求相对有限。TMT 板块方面，受监管风险加剧，代表性事件是美团被国家发改委建议下调互联网平台服务费。加之某些企业业绩不及预期，股市大幅下跌，债券市场基准名字息差上月走阔 20-30 bps（美

困更是 70bps)。目前，监管政策的不确定性压制了市场对此板块的需求。出于谨慎，我们建议尽量避免一些长端 TMT 名字。AMC 板块方面，近期传出监管层倾向于对资管公司做出广泛改革，市场对此反应不一，导致此板块较为震荡。监管机构最近呼吁资产管理公司参与资产处置陷入困境的中国开发商的债务重组，凸显了资产管理公司的为稳定中国房地产市场的重要作用。从这个角度上，AMC 仍将受到中央支持，整体来讲风险有限。我们建议有选择性的性价比高的名字，例如由于技术性原因，华融比信达息差高 150-200bps，近期华融评级又被惠誉由 BBB 上调至 BBB+，从风险回报的角度看具有价值。债券新发方面，亚洲 G3 货币 90% 为中资机构，以中资金融及央企为主。高信用等级其期限为 3 年左右。证明市场仍较为保守，对于信用风险及利率风险都处于非常敏感阶段。短期之内，3 年期左右的央企及金融仍是我们配置的重点。

### 中国本币债券市场回顾

国内 2 月 PMI 略有回升，主要原因为春节后新订单上升，制造业运行平稳；外需仍然不错，出口增速仍保持较高增长率，但房地产低迷拖累投资需求，以及消费增长仍不理想，经济基本面下行压力依然存在。近期，虽然个别城市下调首付及按揭比例，但总体放松力度仍不足以改变市场对房地产的预期。近期，短期社融增加加上稳增长的预期，叠加交税期资金面较为紧张，使得国内利率债出现一定调整。但我们认为在房地产对经济拖累的大背景下，货币政策仍有进一步放松的空间。实体经济融资需求较弱，收益率上升的情况并不一定会持续太久。虽然全球风险偏好再度下降，美元走强，短期内风险扰动因素仍将持续。人民币在此轮危机中的避险属性得以凸显，在新兴市场货币中表现优异。

境外资金流入中国资本市场的规模将进一步增加，从而进一步支撑人民币资产。特别是国内利率债。所以，在避险情绪推动叠加货币政策仍有机会放松的背景下，我们仍为国内债券利率仍有下行空间，国内利率债依旧看多。即期人民币走强，中美利差升高，推升了人民币远期

(Forward)及货币互换(CCS)点子。市场上新发行人民币的 CD 及 Fixed Notes 利率随之升高，提供了一个不错的投资机会。

### 3.2.2 基金经理观点

#### 投资评级中资美元债券

受地缘政治危机及联储加息的双重影响，整个市场处于 de-risk 状态，各个板块均有不同程度下跌。我们倾向与保守配置，聚焦在 3 年内短期限且较为优质的央企及银行类，可以选择性持有风险回报较好的 AMC 及银行名字，避免长端 TMT。

#### 高收益级中资美元债券

近期房地产销售、信贷和融资端利好政策逐渐增加，但与之对应的是目前销售持续低迷、部分公司信用事件时有暴露，我们预计政策春风传导至购房预期及发行人流动性端尚需时日，后续板块行情波动及违约率增加难以避免，我们将对板块维持谨慎，仅在超跌时选择头部名字进行战术性投资。

## 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。