

全球资产展望-2022 年第 4 期

风险尚未消除 防御仍是主线

资产配置观点

- 上月，我们在战略配置中继续按照“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。战术配置则基于“俄乌冲突+联储加息”的宏观主题，继续加大防御，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。同时看空美元、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。上月实际受俄乌谈判影响，美股止跌反弹后再度下跌，原油、黄金大幅冲高后回调，美债收益率继续上行。与我们的配置观点总体一致。
- 展望下月，战略配置继续按照“中周期收缩”的宏观场景，并认为通胀失控，经济距离衰退尚远，维持战略配置中风险资产的较低配置比例。中国疫情加重，但稳增长政策已箭在弦上，股票国别偏重中国，货币偏重商品货币。
- 战术配置将基于“俄乌冲突加重滞胀+联储加快加息”的宏观主题，偏重黄金、能源、非美市场，加大有针对性的防御。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，同时也加大了滞胀的风险。美联储 3 月 FOMC 会议如市场预期加息 25 个基点，预计后面会加快加息和缩表。当前，受全球供需结构矛盾影响，能源系、农产品都出现了不同程度上涨，基础金属与经济减速相关，表现略微落后，多重因素下，商品市场总体将维系牛市格局，并不断推高通胀，维持原油等工业品的较高配置比例。美股继续偏重小盘和价值股，行业配置偏重能源、原材料、必选消费、公用事业。战术上继续低配美债，看空美元、欧元，看多澳元、加元及人民币，并继续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)
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

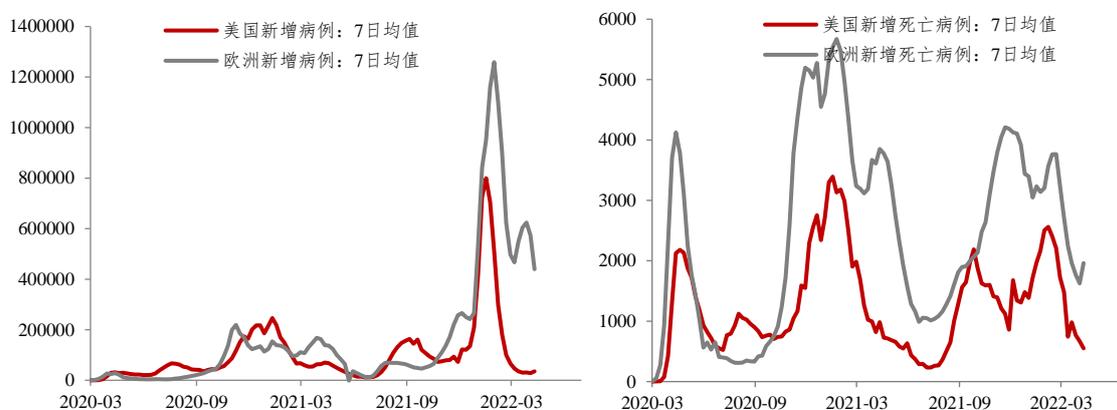
一、全球经济周期.....	3
1.1 海外宏观：俄乌冲突持续推升全球通胀.....	3
1.1.1 Omicron 疫情减缓，美国劳动力市场保持强劲	3
1.1.2 美国仍处于“工资-通胀”螺旋中，但核心通胀上行放缓.....	4
1.1.3 美欧制造业景气仍在下滑	5
1.2 国内宏观：稳增长政策将持续发力.....	6
1.2.1 “宽信用”仍未到来，“宽货币”政策将持续发力	6
1.2.2 “宽信用”受阻叠加疫情升温，经济景气度企稳仍需时日.....	7
二、大类资产展望.....	8
2.1 美债利率：联储加快加息步伐并明确缩表.....	8
2.2 国内利率：“宽货币”尚未传导至“宽信用”，利率仍有下行空间.....	10
三、市场观点.....	13
3.1 股票市场观点：加配价值类防御性板块.....	13
3.1.1 股票市场回顾	13
3.1.2 基金经理观点	15
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.....	17
3.2.1 债券市场回顾	17
3.2.2 基金经理观点	19

一、全球经济周期

1.1 海外宏观：俄乌冲突持续推升全球通胀

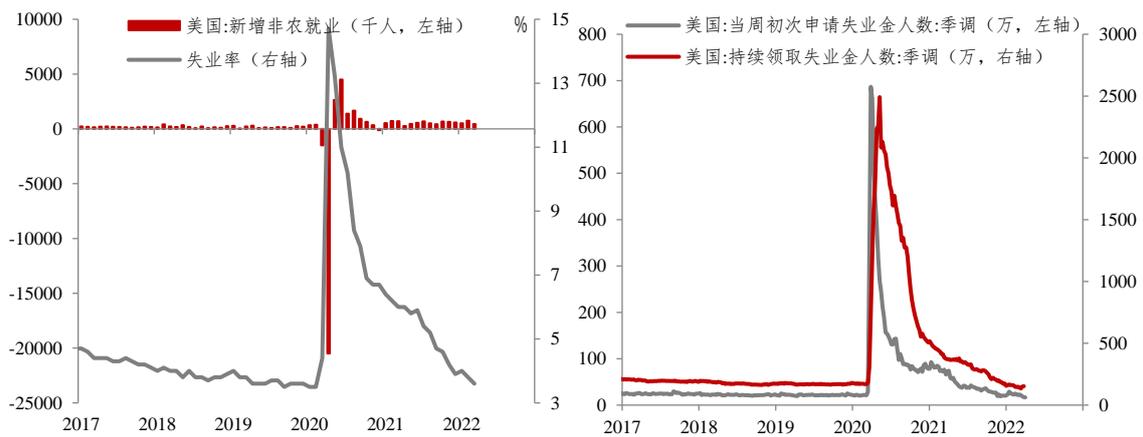
1.1.1 Omicron 疫情减缓，美国劳动力市场保持强劲

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 3 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。

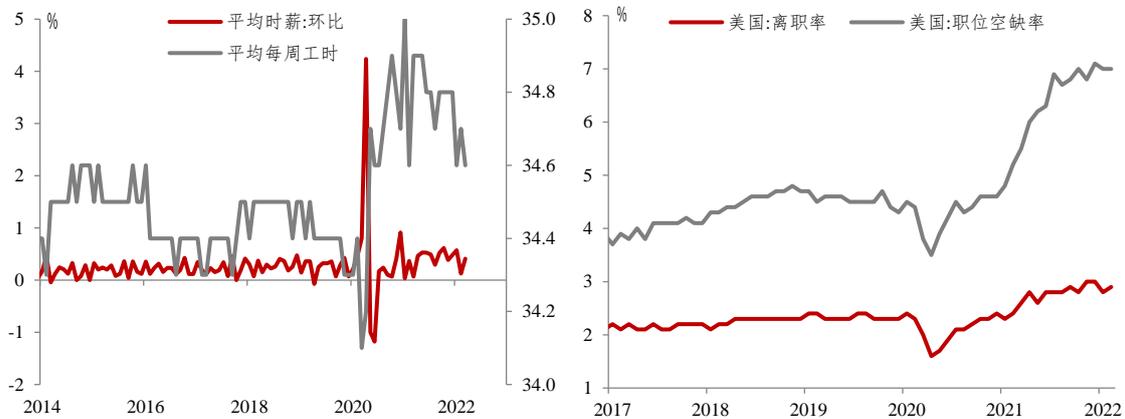


数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

美国 3 月新增非农就业 43.1 万人，虽不及前值但过去三个月的平均新增就业人数超 60 万，显示美国劳动力市场持续改善，失业率降至 3.6%，明显好于市场预期。其中，新增就业集中于休闲酒店、专业和商业服务、医疗保健以及零售，显示服务型就业需求强劲。此外，劳动参与率持续提升，平均时薪环比增 0.4%，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。



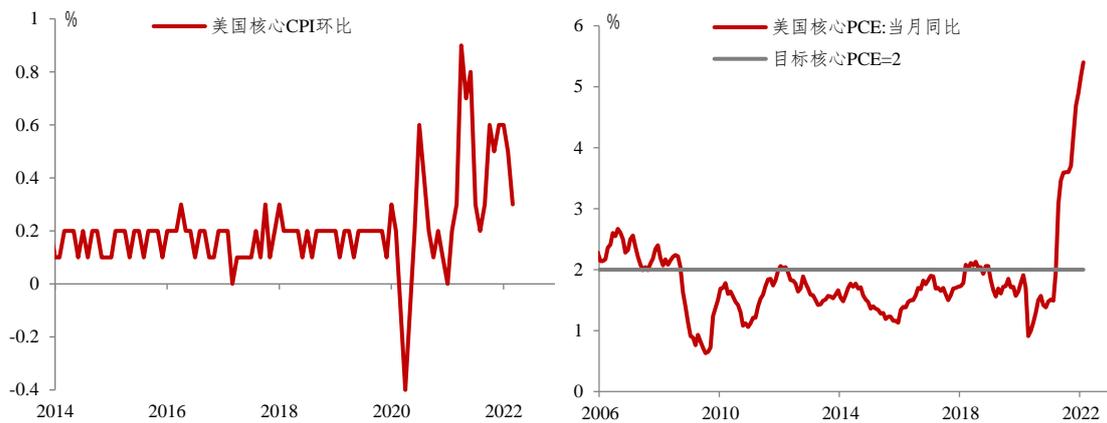
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



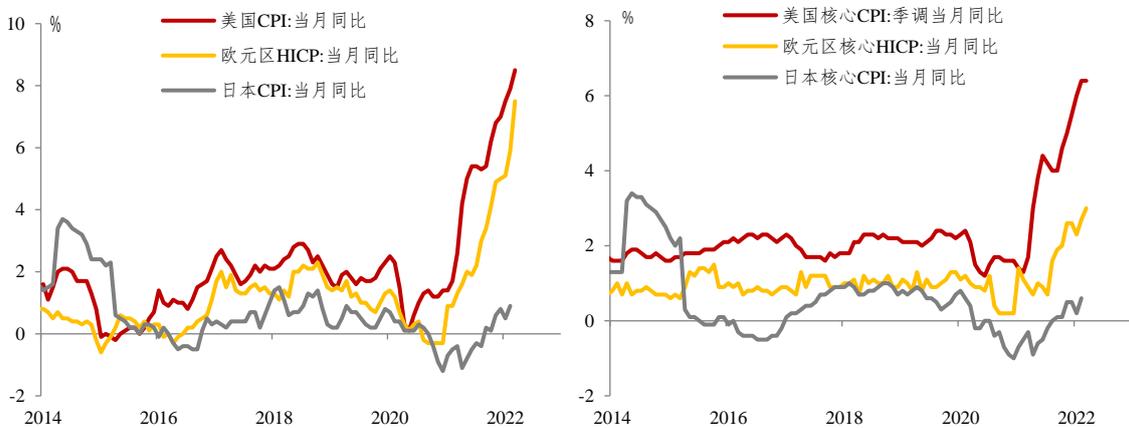
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 美国仍处于“工资-通胀”螺旋中，但核心通胀上行放缓

美国 3 月 CPI 同比增 8.5%，环比增 1.2%，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，核心 CPI 环比增速则有所下降。2 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。



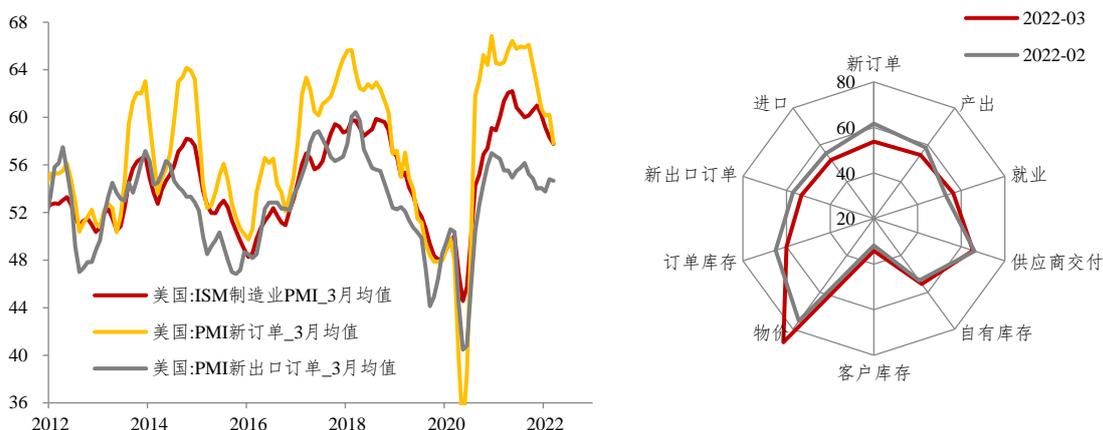
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)



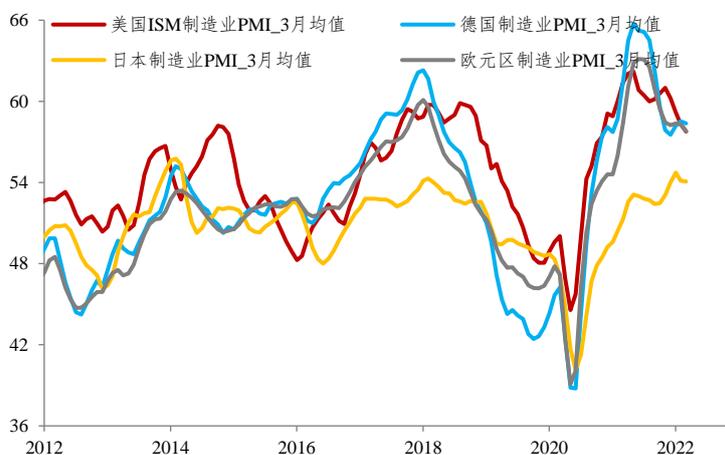
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.1.3 美欧制造业景气仍在下滑

发达国家制造业景气度仍处于下滑趋势中，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 继续降至 57.1。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均处于下行趋势中，显示美国经济的复苏动能正在持续减弱。此外，虽然欧元区的制造业 PMI 没有出现大幅下降，但俄乌冲突将持续对欧元区的景气产生压制。



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 “宽信用”仍未到来，“宽货币”政策将持续发力

基建地产方面，虽然市场仍有疑虑，但在疫情反复且各地防控都在不断升级的当下，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。近期的“国常会”明确表示经济下行压力超出预期，要“保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定”，因此，预计后续“稳增长”政策将不断出台。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

中国3月社融存量同比增10.6%，人民币贷款存量同比增11.4%与上月持平，M2同比增速增至9.7%，较上月明显提升。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，表内融资、非标融资以及政府债券则是主要支撑。展望未来，随着近期国内疫情反弹，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。

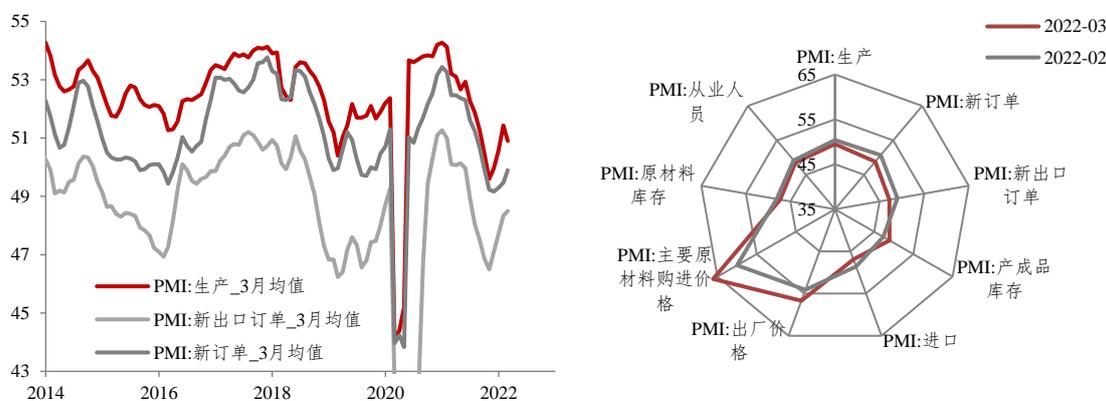
1.2.2 “宽信用”受阻叠加疫情升温，经济景气度企稳仍需时日

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。虽然近期的金融数据显示从“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3月中采制造业PMI大幅降至49.5。从分项上看，价格指数大幅上升，表征内需的新订单、生产分项以及表征外需的新出口订单均在疫情扩散下承压，预计4月制造业景气度仍难以企稳。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

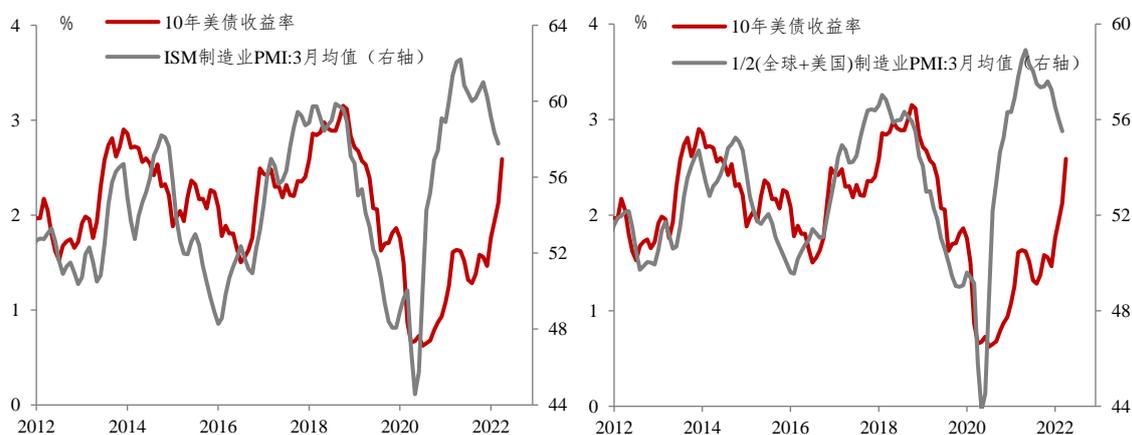
2.1 美债利率：联储加快加息步伐并明确缩表

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。近期, 多位美联储官员也纷纷表示, 美联储将加快加息步伐。我们预期, 美联储可能于5月FOMC会议一次加息50bps, 同时宣布缩表, 并于6月正式施行。



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+滞胀+联储加息加快”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。

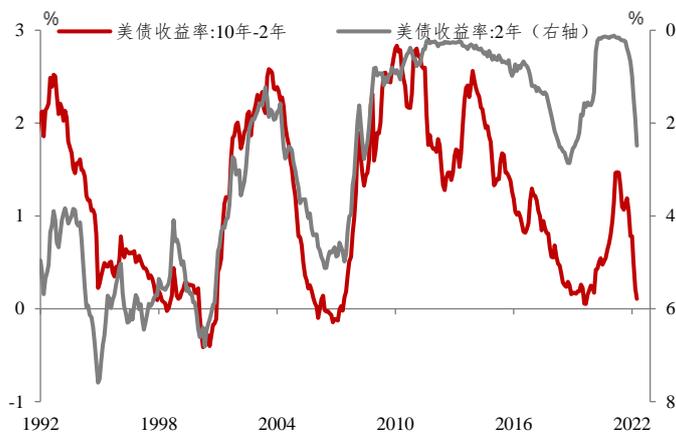


数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)



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，预计今年 10 年美国国债收益率将在 2.5% 附近波动。

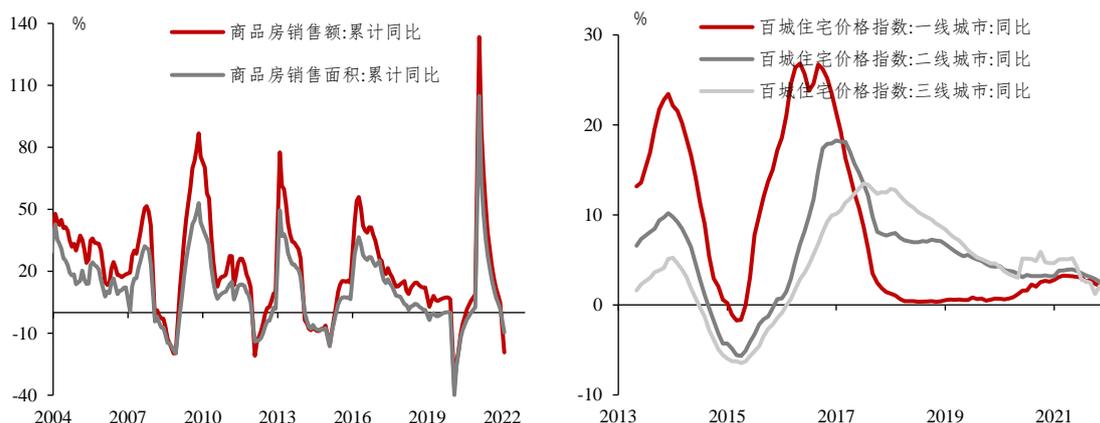


数据来源：Wind，Bloomberg，工银资管（全球）

2.2 国内利率：“宽货币”尚未传导至“宽信用”，利率仍有下行空间

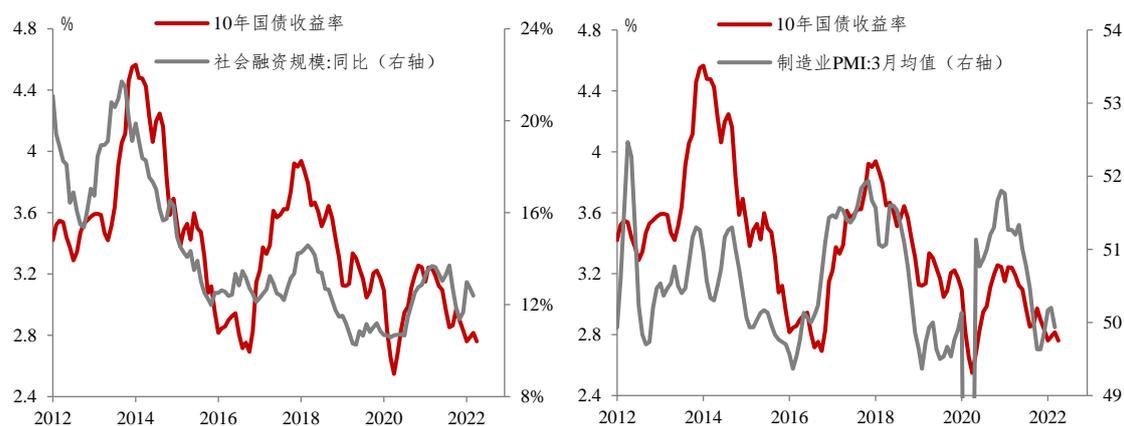
从信用维度看，中国 3 月社融同比大幅上升，但主要受表内融资、非标融资以及政府债券的支撑，而居民中长期贷款和企业中长期贷款

持续偏弱，显示企业和房贷融资需求仍然较为疲软，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，叠加近期全国疫情出现蔓延趋势，国家防控力度也在收紧，经济下行压力明显加大，企业资本开支信心仍未恢复。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

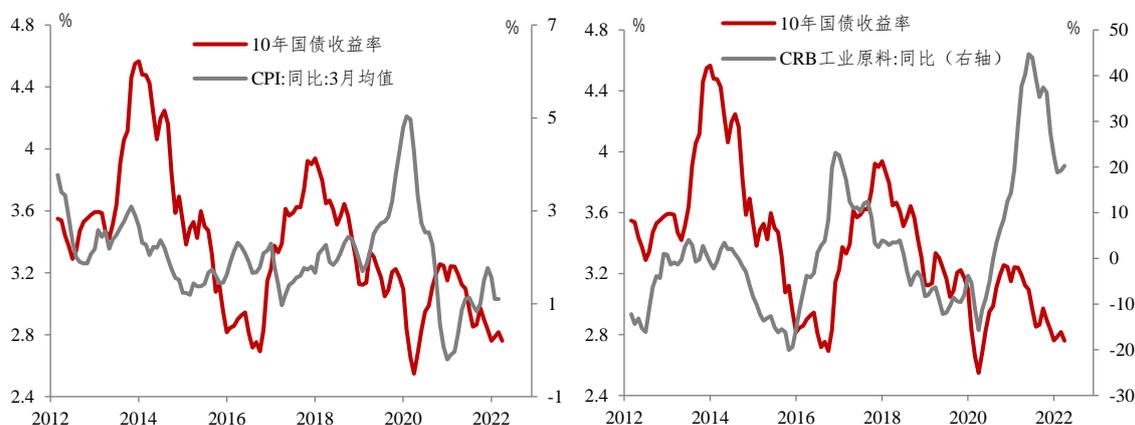
从经济基本面维度看，供给收缩以及地产链下行带动经济基本面继续走弱，持续对长端利率形成压制，3月及4月制造业PMI受疫情影响势必出现显著下行。叠加俄乌局势推动大宗商品价格上涨，制造业成本压力上升，后续随着出口逐步回落，制造业景气趋势短期仍将下行。



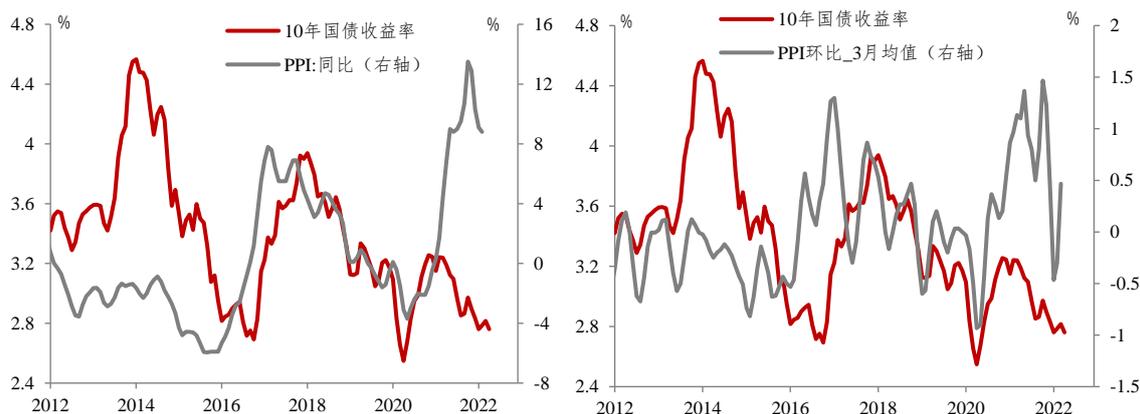
数据来源：Wind，工银资管（全球）

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则基本与上月持平。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。

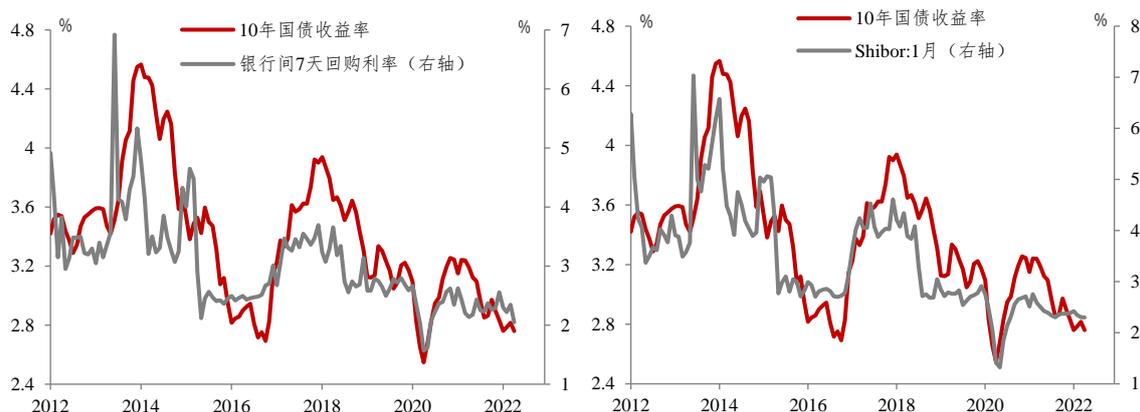


数据来源：Wind，工银资管（全球）



数据来源：Wind，工银资管（全球）

从政策维度看，受疫情影响，经济下行压力已明显加大，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，叠加“宽信用”受阻依然需要更强的“宽货币”力度。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，疫情防控升级，通胀上行驱动制造业成本持续上升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，但货币政策、信贷政策及财政政策将更加积极。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，而从近期社融数据来看，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：加配价值类防御性板块

- 国内受各地政府严控严防疫情影响经济疲弱，但货币和财政政策支持仍有预期，市场预期二季度会有更多刺激政策。海外方面，美联储加息预期仍高、俄乌风险事件仍未落地和中概股监管压等事件影响市场风险偏好。预计持续性行情或出现在下半年。
- 投资策略：加配防御性板块，回避高估值，布局中国刺激政策带动的反弹机会，择机布局“困境反转”标的。

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	3.83	-5.55	3.82	-4.95
纳斯达克指数	5.04	-10.18	-1.94	-9.10
MSCI 亚洲	-1.70	-8.00	-7.30	-7.96
MSCI 中国	-6.51	-13.66	-17.19	-14.21
恒生指数	-2.09	-5.49	-8.22	-5.99
恒生国企指数	-4.74	-8.09	-10.54	-8.63
恒生综合业	4.79	9.38	5.92	10.85
恒生能源业	1.22	23.36	11.08	25.08
恒生电讯业	0.97	11.68	10.12	12.13
恒生金融业	0.63	4.10	4.11	4.40
恒生地产建筑业	-2.95	-1.59	-10.62	-2.90
沪深 300	-7.23	-14.53	-13.23	-14.53
创业板指数	-4.74	-19.96	-18.03	-19.96
房地产	6.09	7.27	6.55	7.27
医药生物	0.96	-10.79	-10.89	-10.79
农林牧渔	-0.03	-1.05	9.20	-1.05
综合	-0.68	3.45	7.12	3.45
银行	-2.82	1.66	0.91	1.66
传媒	-3.88	-18.70	-1.94	-18.70
建筑材料	-4.08	-11.64	-4.60	-11.64
建筑装饰	-4.59	-0.97	5.18	-0.97

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 3 月 31 日。

港股方面, 最近 20 日恒生指数下跌 2.09%, 恒生国企指数下跌 4.74%, 恒生科技指数下跌 8.06%, 主要受美联储加快加息缩表、俄乌风险事件未落地和中概股面临内外部监管压力影响。板块方面, 综合业、能源业和电讯业等防御性板块表现较好, 分别上涨 4.79%、1.22% 和 0.97%。必需消费品、工业、非必需消费品、资讯科技、原材料业和医疗保健跌幅居前, 分别下跌 13.94%、9.93%、8.37%、6.63%、5.99 和 5.38%。

A 股方面, 最近 20 日沪深 300 指数下跌 7.23%, 创业板指数下跌 4.74%。3 月国内疫情点状爆发, 吉林、上海、福建和深圳等地相对严

重，其中深圳采取封城政策，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，国常会和央行均提出要稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，为实体经济提供更有力的支持，稳定宏观经济大盘。维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。细分板块方面，房地产和医药生物表现较好，分别上涨 6.09% 和 0.96%。跌幅靠前的板块有电子、有色金属、家用电器、交通运输、钢铁和公用事业，分别下跌 11.88%、11.85%、11.78%、11.04%、10.98%、10.93%。

美股方面，标普 500 指数最近 20 日上涨 3.83%，纳斯达克上涨 5.04%。在 2 月美股及其他全球市场受俄乌冲突等风险事件重挫后，3 月美股市场迎来反弹。海外通胀在地缘争端下继续攀升，2 月美国 CPI 同比升至 7.9%，较上月上升 0.4pct，布油一度升破 130 美元/桶，美联储主席鲍威尔表示目前美国的通胀率过高，同时美国劳动力市场非常强劲，美联储将采取更加激进的加息控制通胀，3 月议息会议宣布加息 25BP，点阵图显示年内或加息 7 次，缩表最早于 5 月开启，目前 10Y 美债收益率已升至 2.3% 以上。

3.1.2 基金经理观点

市场观点：国内受各地政府严控严防疫情影响经济疲弱，但宽货币宽信用和财政政策支持仍有预期，市场预期二季度会有更多刺激政策。海外方面，美联储加息预期仍高、俄乌风险事件仍未落地和中概股监管压力等事件影响市场风险偏好，预计持续性行情或出现在下半年。

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，市场预期二季度会有更多刺激政策，从而稳增长预期有可能带来短期结构性行情。房地产、互联网等去年收到压制的板块基本面今年或边际改善，但下半年确定性更高，基本面或有边际改善，下半年确定性更高。

成长股经过数月的调整，目前估值趋于合理，结构性行情目前演绎到了相对极致的阶段，波动中孕育着反转，仍然关注高景气度赛道，光伏、2Q的新能源车、部分半导体。

海外方面，大宗商品和人工成本上涨，同时叠加俄乌冲突导致能源及农产品价格暴涨，加剧通胀压力。美国进入加息周期，加息和缩表预期仍然较强。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。成长股相对表现和利率相关度较高，考虑到短期加息空窗口，3月加息后成长股或许会有相对表现，但中期来看，成长和价值表现会相对均衡。

投资策略：加强组合防御性，增配“通胀”板块，回避高估值，布局中国刺激政策带动的反弹机会，择机布局“困境反转”标的。把握“稳增长”主线，做结构性调整，景气延续的板块仍然有机会，关注控本力强及量增稳健的行业。

具体来看，重点关注关注乌克兰冲突受益股（大宗商品等），房地产相关放松政策（物业管理），互联网监管边际放松带来的估值修复和成长板块跌出来的机会。

防御性较强的高股息、低估值板块：估值处于低位，盈利持续扩张的部分金融板块和公用事业板块，如部分银行、保险、公用事业。

“稳增长”主题：加配新基建板块，虽然市场对基建力度仍然疑虑很大，但当前中央稳增长决心较大。不过当前稳增长预期已经达到较高水平，已兑现传统基建并减仓金融板块。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。

政策利空逐步出清的成长股：平台经济政策逐步落地，目前估值已处于底部区域的成长板块，如电商、游戏、广告、本地生活服务、医疗服务、物业管理。

底部区域已多次确认，适合在利空时小幅加仓的“景气反转”板块：业绩处于底部，未来景气度存在反转预期，利空出现时可小幅加仓博高赔率，如餐饮、旅游、航空、酒店、机场、免税等。

做多通胀：未来随着海外经济周期向下，将逐步降低“上游通胀品种”，如油服、煤炭等资源品，同时增配“下游通胀品种”，如调味品、啤酒及部分化工品。

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

- ◇ 将持续关注四大政策着力点的实质进展，即融资、预售资金监管、收并购、销售，在看到刺激政策带来的实质性流动性好转及超预期信用冲击事件减少前，仍因保持谨慎态度。
- ◇ 市场对于信用风险及利率风险相对敏感，配置得重点在于前期遭到超调的地区及行业，以及具有较高 premium 新发名字。

3.2.1 债券市场回顾

亚洲债券市场

2022年3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4.22%，一季度累计下跌18.60%，彭博巴克莱亚洲投资级美元债指数下跌2.68%，一季度累计下跌5.87%。富时点心债投资级指数上涨0.45%，一季度累计上涨0.23%。Markit iBoxx 亚洲美元债指数下跌2.20%，一季度累计下跌6.47%。

2022年3月，亚洲高收益债券市场延续震荡下跌行情，JACI非投资级板块录得2.6%的月跌幅，将一季度跌幅扩大至10.14%。中资高收益房地产板块方面，Markit iBoxx 中资高收益房地产美元债指数月跌幅为5.22%，一季度总回撤为27.3%。具体而言，中资高收益房地产板块

在3月先抑后扬,市场自3月16日金稳委会议及人民银行、银保监会、证监会、外管局相继释放正面信号后看到V型反弹。2021年四季度以来房地产支持政策频出,在融资、预售资金监管、收并购、销售多个维度防范房地产行业风险进一步扩大,但行业内部分化持续深化,尤其是弱资质房企现金流尚未看到本质改善。本次金稳委统一定调发声,一定程度上有助于监管协调及后续政策的执行,短期内对投资者的信心提振作用较为明显。中期来看,目前发声部门仍集中于金融端,需关注对于金融机构风险偏好的实质提振作用和弱资质民企的融资恢复情况。就中资美元债市场而言,近期看到卓越商管成功发行由浙商银行提供SBLC的美元债,据悉新城、旭辉等较优质民企亦正与浙商银行商讨此类发行,需关注后续发行能否顺利落地,以及是否有更多银行参与此类品种发行。另外,融资的进一步恢复仍离不开销售及现金流改善这一大前提,因此需密切关注销售刺激政策能否向高能级城市传导以及实际刺激效果、预售资金监管的边际改善情况,以及3-4月、6-7月中资美元债到期高峰及后续信用事带来的市场扰动。

投资级债券市场方面,受地缘政治危机及加息预期的影响,一季度投资级市场处于弱势状态。JACI高评级债券总回报年初至今下跌5.4%,其中息差回报-1.3%,美债回报-4.1%。国内市场受地产拖累叠加不利外部因素,各板块在第一季度均有不同程度走阔。行业方面,其央企及金融类息差走阔较少,但TMT、AMC、投资级地产、息差走阔较高。但总体整体市场偏向保守配置,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,第一季度新兴市场流出显著增强。由于加息进程推进,EM市场高评级市场仍有可能波动。但随着联储加息落地,市场需求开始凸显,高评级市场息差开始缩窄,抵消部分美债息率的影响。但近期中国CDS高位回落,市场情绪逐渐好转,不同板块有着不同程度恢复。近期随着市场情绪好转,TMT、AMC、投资级地产以及高BETA的行业,前期跌幅较高的行业看到提振明显反弹。但城投债券由于近期大量的供给,以及市场对其情绪转弱,相对表现较差。债券新发方面,第一季度相对较为安静。中资机构多为城投、金融

及央企，期限为 3 年及 5 年。联储三月加息后，非中国名字的投资级债券新发开始增多，集中于主权及类主权债，期限较长，由于发行价格相对二级市场便宜，部分受到市场追捧。整体来看，市场对于信用风险及利率风险相对敏感，配置得重点在于前期遭到超调的地区及行业，以及具有较高 premium 新发名字。

中国本币债券市场回顾

近期全国各地疫情严重，消费、生产均受到影响，制造业 PMI 明显回落至荣枯线以下，尤其是新订单降幅较大。考虑到疫情因素仍在，房地产走出低迷较为困难，货币政策仍有宽松空间，央行后续有机会进行降息降准操作。根据政府财政预算，2022 年利率债发行微幅上升（国债发行量小上升，政策性银行发行量与去年持平），供给端压力较小。社会融资总额等信贷数据反映了贷款需求疲软和贷款增长放缓。央行有意愿降低贷款利率来支持信贷增长。由于高质量的信用债（房地产及 LGFV）供给量减少，这可能导致高收益债券与利率债之间的利差下降。如果想要刺激信贷需求，基准利率债息率有必要进一步压低。如果货币政策如我们预料的进一步放宽，那么市场对长端的利率债将会上升，特别实在股票及债券（公司债）表现波动较大的情况下，市场对国内人民币利率债仍有处于避险的配置需求。

内地各地疫情严重，消费、生产均受到影响，贷款需求疲软和贷款增长放缓，货币政策仍有宽松空间。离岸人民币市场供给需求状况仍支持利率债券市场。我们依旧看好包括国债及政策性银行在内的人民币利率债，并建议可以适当拉长久期。

3.2.2 基金经理观点

投资评级中资美元债券

我们认为短期国企债券（例如 HAOHUA ‘25、HRINTH 3.25 11/23/2024、TENCNT 3.575 2026）或单 A 级民营企业债券（例如

TENCNT 3.575 2026) 有相对价值。城投债方面我们会观望等待技术性疲软因素逐步消除。对于 2052s、2060s 等超长期限债券，机构投资者的需求仍然很大。

高收益级中资美元债券

高收益房地产美元债市场在金稳委会议统一定调后看到 V 型反弹。展望后市，需持续关注四大政策着力点的实质进展，即融资、预售资金监管、收并购、销售，在看到刺激政策带来的实质性流动性好转及超预期信用冲击事件减少前，仍因保持谨慎态度：其一，国企及头部民企总体信用资质良好，后续融资端及市场占有率有望持续增加，可继续作为投资级及城投以外的分散品种；其二，当市场再次遭遇信用/预期冲击而进入下跌周期时，可介入部分信用资质良好的超调个券，此类企业具有销售去化仍有保障、融资偏长及短期到期压力相对可控等特征。

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。