

2022年 投资展望



華夏基金(香港)
China AMC (HK)

目录

概要	03
----	----

中国股票市场	04
--------	----

1. 2021年市场回顾
2. 宏观与市场环境
3. 2022年中国股票市场展望
4. 行业聚焦

全球固定收益市场	11
----------	----

1. 宏观经济与政策
2. 全球固定收益市场回顾与展望
3. 配置策略

关于华夏基金(香港)	17
------------	----



甘添

行政总裁

2021年全球经济迎来疫情后的复苏。尽管变种新冠病毒带来疫情反复，但全球范围内因新冠病毒导致经济活动再度全面封锁的概率已经很低，我们距离疫情结束越来越近。

中国股票市场在2021年受中美关系、新冠疫情、地产行业信用风险和互联网反垄断等行业监管风险影响，大幅落后全球其他主要市场。「碳中和」背景下，绿色能源、电动车等相关行业成为少数贯穿全年的投资主题。我们积极把握可持续转型下的投资机会，旗下香港公募基金管理规模于波动的市况中录得大幅增长，A股基金产品2021年表现在同类产品排名首位。

全球债券市场在2021年也迎来较为艰难的一年。疫情期间宽松的货币政策刺激经济复苏，同时亦令通胀不断升温，导致美债利率全年整体上行。在全球主要的美元债中，仅美国信用债在信用利差收窄的影响下，表现较好。而中资高收益债券因地产行业的信用风险出现大幅震荡。在极具挑战性的市场环境下，我们的债券团队通过及时的风险管理和仓位调整，保持了业内领先的投资业绩，旗下精选亚洲债券基金和全球投资级债券基金2021年的表现在同类产品中皆名列首位。

告别2021，展望2022，美国开始步入加息周期，中国的宏观政策则「以我为主」，政策重心重回「稳增长」。中美关系显现缓和迹象，新冠疫情对经济的影响逐渐减弱，房地产信用风险已充分暴露并将逐步化解。

在此环境下，我们对中国股票市场和旗下股票基金的表现充满信心。虽然债券市场在美国加息背景下存在压力，但我们旗下的债券基金将继续做好风险控制，同时积极把握机会，力争为投资者带来业内领先的投资回报。

2022年，我们将加强对ESG（环境、社会和治理）投资的部署，更多践行可持续投资理念，助力企业和社会的可持续发展，并计划推出ESG相关投资主题的股票及债券基金。

新的一年，让我们继续前行，共同创造精彩的2022。

中国 股票市场



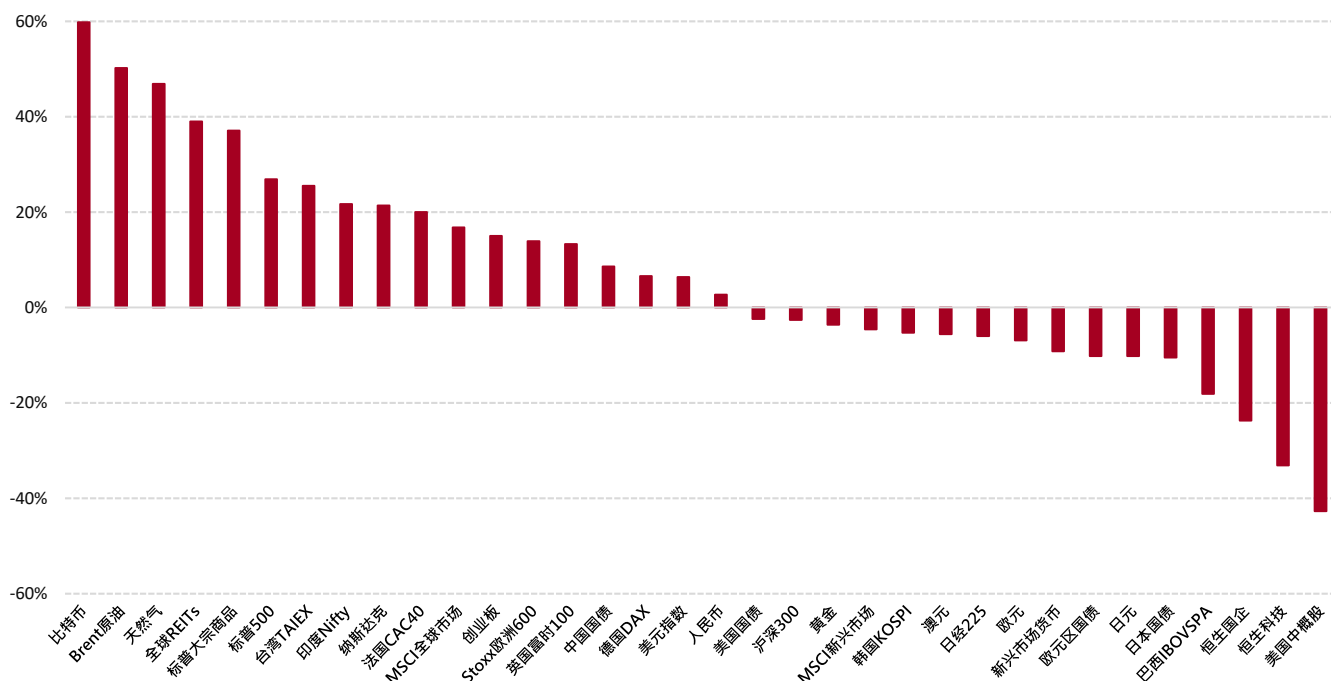
景然
投资经理



张钧
研究部主管

2021年市场回顾

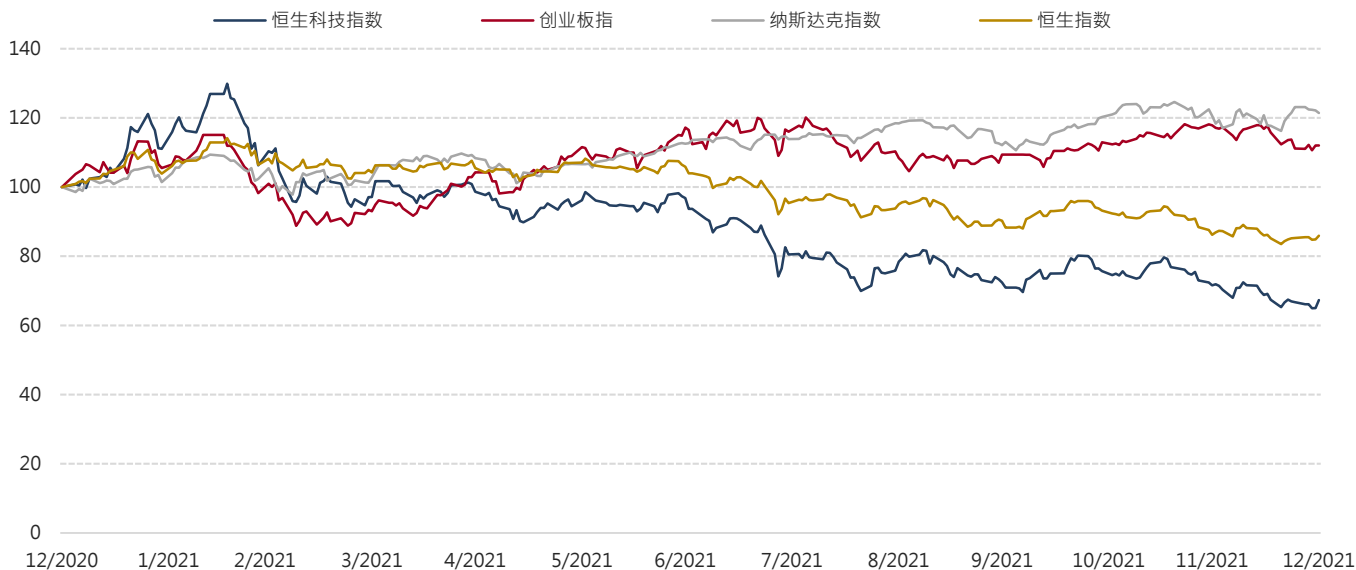
图 1: 2021年全球主要市场表现



来源: 中金公司 · 截至2021年11月5日

港股市场表现落后

图 2: 港股与美股指数表现



数据源: 彭博, 截至2021年12月底

港股在2021年表现大幅落后全球其他主要市场。年初港股通南下资金大幅流入, 推动港股市场快速上涨。但下半年, 随着互联网反垄断、课外培训等多项行业监管政策的陆续推出, 行业增长动能转弱, 以恒生科技为代表的互联网板块大幅下跌, 跌势持续全年。中国一些房地产龙头企业信用风险事件的持续发酵, 引发市场对系统性风险的担忧, 金融、地产、物业等相关板块亦受到波及而大幅下挫, 进一步加剧了市场的悲观情绪和下跌幅度。

整体来看, 2021年港股市场价值板块表现超越成长板块。因疫情导致的全球供应链失衡, 将海运价格推至历史高位, 同时疫情期间的宽松货币和财政政策, 刺激经济复苏带来旺盛需求, 主要大宗商品的价格在2021年大幅上涨。

在2021年, 最受瞩目的投资主题则是新能源转型。新能源车在年内渗透率快速提升, 带动了相关产业链的快速增长, 同时推高了与之相关的有色金属和化工品的价格。在中国绿色转型的大背景下, 包括火电和煤炭在内的一些传统能源企业也开始加大在新能源领域的投入, 寻求新的中长期增长机会。

A股市场呈现结构性行情

A股市场2021年整体表现平淡, 呈现较为震荡的行情。小盘股显著跑赢大盘, 传统行业和新兴行业之间发生轮动。传统行业中, 上游公司受惠于产品价格的大幅走高, 盈利能力显著提升, 股价因此录得大幅上涨。新兴行业, 包括新能

源车、锂电、光伏、环保、相关设备和新材料等公司在新能源转型驱动下, 盈利和股价皆大幅上涨。

图3: A股市场表现



数据源: Wind, 敦和资管宏观研究部, 截至2021年12月底

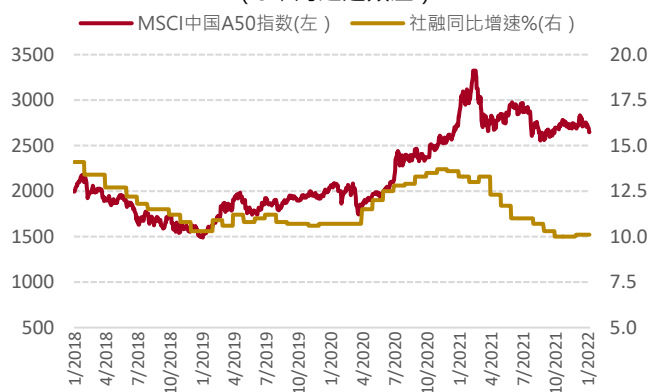
与之相反, 传统蓝筹股, 包括消费、医药、金融、地产等板块则表现落后。消费板块面临需求放缓和成本上涨的双重影响, 增速和利润率皆存在压力。医药行业主要受疫情和集采降价的影响, 短期业绩和长期增长空间都受到挤压, 行业估值明显下降。房地产行业相关产业链, 如金融、地产、家电等企业受下半年房地产监管政策收紧的影响, 流动性和信用风险面临压力, 股价自第三季度开始明显走弱。

宏观及市场环境

中国社融增速企稳回升，政策重心转向「稳增长」

中国社融同比增速于2021年10月企稳，11月进一步回升，回升势头有望在未来几个季度延续。作为资产价格的领先指标，社融增速见底后，往往股票市场上涨的概率较高。

图 4: 社融增速是中国股市的领先指标
(3个月延迟效应)



数据源: 彭博，截至2022年1月7日

图 5: 社融增速见底后3月内中国股票市场表现 (%)

开始日	结束日	上证综指	沪深300	中证500	上证50	中小板综合指数
10/6/2005	8/9/2005	7.8	6.8	7.0	7.9	23.1
10/11/2008	8/2/2009	16.3	24.2	48.8	14.9	48.3
10/6/2012	8/9/2012	-6.7	-8.2	-6.4	-6.9	-1.6
10/7/2015	8/10/2015	-18.9	-19.7	-12.0	-24.4	-11.0
11/12/2018	11/3/2019	16.7	18.0	24.1	12.1	23.9
收益率平均		3.0	4.2	12.3	0.7	16.5
收益率中位数		7.8	6.8	7.0	7.9	23.1

数据源: Wind

我们看到自2021年第四季度开始连续出现宽松和「稳增长」的信号：

- 11月19日，中国央行提出「以我为主」的货币政策导向，释放适度宽松的信号；
- 11月24日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署完善地方政府专项债券管理，加快专项债剩余额度发行；
- 12月6日，中国央行宣布于12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降；
- 12月15日，央行在降准后开展5000亿元MLF操作，额外为金融机构提供约2500亿元的长期资金；
- 12月初，政治局会议以及年度中央经济工作会议释放出「稳增长」的明确信号；
- 12月20日，央行宣布将1年期LPR从3.85%下调至3.8%，这是2020年4月以来LPR的首次下调，是继中央

经济工作会议释放「稳增长」信号后的又一宽松举措；

- 1月1日，央行发布2022年工作展望，表示将保持稳健且灵活适度的货币政策，加大对实体经济的支持力度；
- 1月初，地产行业相关政策亦出现放松迹象，如上海的房贷放款周期缩短到1个月以内，银行放宽一些大型优质房企某些特定贷款不再计入「三条红线」相关指标等政策。

我们认为中国新一轮宽松周期已经开启。中国将会是2022年全球范围内唯一一个采取较为宽松政策的主要经济体。货币和财政政策都将「以我为主」，受美联储加息影响较小，市场整体的流动性将更为充沛。

2022年是维稳年，市场表现或可期

2022年将有多项重大活动和会议举行，包括1) 2月：北京冬季奥运会；2) 3月：香港行政长官选举；3) 7月：香港回归25周年；4) 10月：中国共产党第二十次全国代表大会。从宏观层面来看，2022年将是一个维稳年。

历史数据显示，在中共全国代表大会前12个月的市场整体呈现上涨趋势，平均涨幅在30%左右。

人民币汇率保持强势

虽然2021年港股表现并不乐观，但在美元指数走强的背景下，人民币兑美元依然持续升值，并于2021年12月刷新3年记录，显示出投资者对人民币资产的信心和风险偏好在不断提升。即使2021年12月6日，央行宣布全面降准，亦未过多影响人民币的强势表现。人民币过快的升值速度使得央行在12月9日再次宣布上调外汇存款准备金率，但人民币仅小幅走弱。人民币的强势表现反映出新冠疫情下中国经济的稳定性和较强的出口竞争力，为未来港股市场表现提供支持。

图 6: 中共会议前后MSCI中国指数表现



图 7: 美元指数与美元/人民币汇率走势



美国是中国股市2022年的主要风险

中国股票市场2022年面临的主要风险有美股市场调整带来的潜在冲击以及美联储加息下新兴市场资金流出的风险。

考虑到美国已经进入紧缩周期，而美股市场的绝对点位和估值水平都处于历史高位，如果后续美股市场大幅调整，可能对中国的股票市场产生较大冲击。目前美股市场估值指标已经超过2000年互联网泡沫时的高点，金银价格与标普500的比率则创出新高，诸多指标都表明当前美股市场的风险正在不断累积。

高通胀的压力之下，12月15日美联储议息会议声明删除了「通胀暂时性」的表述，正式宣布加快紧缩。2022年初，美联储释放出强烈鹰派信号，表示美联储可能最早于今年3

月决定加息，并可能开始缩表。该消息令美债收益率持续走高，在1月上旬触及1.8%，创近2年新高。

受此影响，全球股票市场出现由成长股转向价值股的风格切换，美股科技股也开始由高位下跌。预计未来美联储进一步的紧缩动作将对美股形成持续压力，亦将对中国市场带来一定影响。但中国已经进入新一轮的宽松周期，「稳增长」的政策方向将对市场形成支撑，我们也将更加灵活地调整仓位和持仓，以更好地应对美股下跌带来的潜在冲击。

此外，在全球通胀、美联储加息、美元升值的背景下，以土耳其、阿根廷、智利等为代表的新兴市场货币兑美元普遍大幅走弱，从而引发资金整体撤离新兴市场。中国市场或因此受到一定的冲击，但中国宏观经济大幅优于这些国家，人民币强势表现、中国的「稳增长」政策，令全球资金流出风险相对可控。

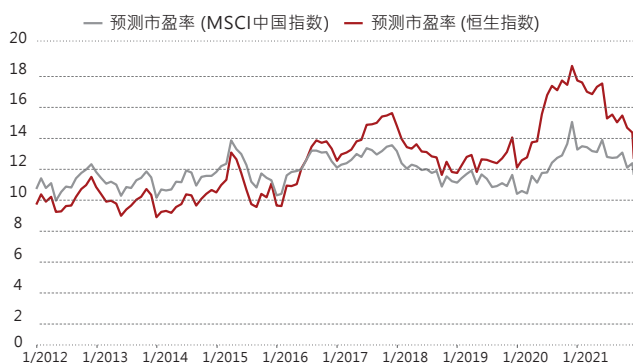
2022年中国股票市场展望

港股市场有望否极泰来

港股市场在2021年受经济下行、房地产信用风险及互联网反垄断等政策风险影响，表现远远落后于全球其他主要股票市场。MSCI中国指数的市盈率已经处于历史低位，在政策宽松的大环境下进一步探底的空间有限。

近年来，香港金融市场与中国的关联度越来越高，相反地与美国的关联度则越来越低。历史数据表明，香港M2与港股市场的走势高度关联，历史上仅出现过的三次负增长(2002年科网泡沫破灭、2008年次贷危机和2021年10月)，皆伴随着港股市场危机。随着中国进入新一轮宽松周期，香港M2同比增速在11月也已经开始回升转正，这对港股市场将是利好消息。

图 8: 中国股市估值



数据源: 彭博，截至2022年1月10日

图 9: 恒生指数与中国香港M2



数据源: Haver，截至2021年底

当前投资者尚处于极端悲观情绪中，但港股市场盈利下调已接近尾声，极低的估值水平和股价已经充分反映了盈利压力和政策风险，股权风险溢价已升至历史较高水平，后续即便有零散的监管风险，对市场的冲击也不会很大。随着稳增长政策的持续发布，待宏观经济和企业盈利有所改善，市场预期有望迎来修复，港股市场在2022年将会有很好的投资机会。

A股市场将受益于行业和稳增长政策

从股票市场资金增量的角度看，我们预计2022年全年增量资金将略低于2021年。内资方面，公募基金发行预计有所放缓，私募基金规模净增可能小幅下降；信托、券商资管资产规模在资产新规过渡期结束后有望企稳；银行理财投向权益类资产的比例将稳中有升。外资方面，国际指数对A股

的扩容计划暂告一段落，海外流入资金将由被动配置转向主动配置。美联储加息可能影响外资流入，但我们认为中国自身政策和经济状况的影响将会更大。

从行业分布的角度看，与港股相比，A股市场以制造业、硬科技公司为主，互联网行业占比明显更小，相对更符合当前中国产业政策的方向。而且，A股与中国政策的关联度相较港股市场也更高。随着「稳增长」政策力度逐渐加大，投资者对A股市场的信心也会增强。

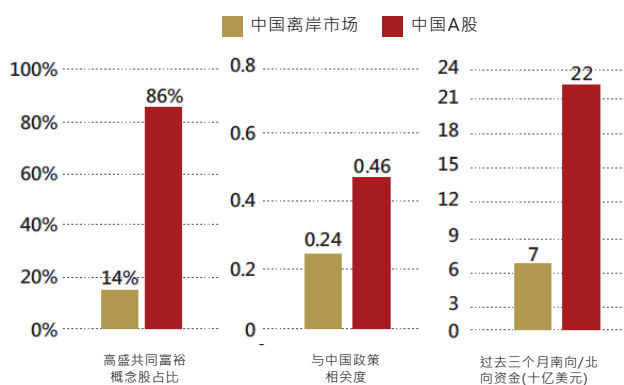
从企业盈利的角度看，我们预计A股市场的盈利将从2021的高增长回落至常态水平。但盈利增速放缓与股票市场的下跌并不完全关联，历史上盈利下行阶段A股市场也曾多次出现上涨的情况。2022年A股行情主要由「稳增长」政策和流动性驱动，预计不同行业间的表现差异将有所收缩，前两年受行业景气度驱动的结构性价行情将有所改变。

图 10: 股票风险溢价与MSCI中国指数(A股除外)估值



数据源: 中金公司, 截至2022年1月11日

图11: 中国A股与离岸中国市场



数据源: 高盛, 截至2021年12月底

图12: A股上市公司盈利增长



数据源: Wind, 敦和资管宏观研究部, 截至2021年12月底

受益于稳增长政策的高股息行业

受长期国债收益率下降影响，银行理财收益率近年来持续下行，与之对应的是，中国上市公司的分红率和股息率不断提升。中国的人口结构和地产周期的转变，国债收益率的下行趋势或长期维持。银行理财资金是股票市场长期增量资金的重要来源之一，高股息目标有望获得这部份资金的青睐。

中国股票市场高股息公司主要集中在银行、煤炭、基建、钢铁、家电等行业，这些行业与宏观经济的关联度高，周期性更强，相对于新兴行业，市场长期关注度偏低。但这些行业的估值处于低位，由于机构持仓普遍较低，因此受美联储加息的冲击小，高股息率令这些行业在当前动荡的全球市场环境中具备较好的避险属性。同时受惠于中国的宽松政策和稳增长政策，其盈利前景和股价表现有望改善。

医药行业

医药行业2021年受疫情反复和集采降价影响，股价跌幅较大，估值已经回落到历史低位，优质公司开始出现较好的长期布局机会。一些市场传闻，如美国可能对部分CXO和生物制药公司进行制裁，对医药股的投资情绪产生进一步冲击。但由于医药行业全球产业链的特性，我们预计美国在医药领域完全摆脱中国供应链或者禁止中国药品在美国上市的概率非常低，在当前的估值水平下，医药行业长期的买入时点已经出现。

一些重要的指标，如医药市盈率 $\times$ 无风险利率(国债收益率)，具有较强的行业拐点信号意义。几个极值皆发生在医药行业的几次触底：2012年初，2016年初和2019年初。当前医药股的股价已经处于另一个历史底部，行业内龙头公司和优质生物药、医疗器械公司的长期投资机会已经显现。

图 13: 医药行业指标 (医药市盈率 $\times$ 无风险利率)



数据源: Wind，截至2021年12月底

以硬科技为代表的"专精特新"企业

虽然中国制造业增加值连续11年位居全球第一，然而从制造大国向制造强国的产业升级转型仍处于早期阶段。中国硬科技领域国产替代的进程正在持续推进，「碳中和」趋势下的新旧能源转换趋势明显。在此背景下，半导体、先进制造、新能源、新能源车、输电网等领域存在较为确定的中长期增长空间，也是国家政策大力扶持的方向。

考虑到相关公司受景气周期的带动，盈利增长、估值和股价均处于历史高位，投资者的预期也比较高，待股价回调或业绩增长消化估值压力后或是更好的布局时点。在相关产业政策的鼓励支持下，我们认为中国未来会在大量细分领域出现全球领先的企业，从而带来大量的投资机会。

全球固定 收益市场



蔡晓晔
投资经理



王子赞
投资经理

宏观经济与政策

海外经济和政策

2021年，全球经济增长受益于主要经济体大规模的财政和货币政策刺激，发达国家经济迎来迅速恢复，中国以外新兴市场整体上也逐渐步入正轨。然而疫情的反复给世界经济带来了诸多持续性问题，比如供应链下游受到脉冲式冲击、劳动力市场结构性缺乏，以及服务性消费仍未充分恢复等。

基本面来看，美国劳动市场恢复较快，美国2021年经济增长有望达到5.5%水平。2021年，通胀预期贯穿全年，美国11月综合消费物价指数同比上涨6.8%，创30年来最高增幅。从分项看，压力不再来源于经济重新开放后相关的行业。同时，上游积累的通胀压力逐步向下游传导，预计服务业通胀在2022年上半年较难回落。作为领先指标的运价明显回落，料大宗商品明年难现2021年强势表现，随着港口拥堵情况逐步改善，商品端压力有望得到阶段性缓解。

政策方面，作为上任后的第一年，拜登在2021年连续推出了经济救助和就业支持计划。然而拜登政府力推的《重建美好》核心法案却遭到立法瓶颈。预计2022年美国中期选举

可能较为复杂，或发生国会控制权转移从而影响后续政策的连续性。

货币政策方面，由于美国就业指标良好，接近充分就业，未来美国政策的核心将由促进就业转向货币政策正常化。特别是在美联储主席连任以及部分官员轮换后，鹰派态度应会持续。市场对美联储2022年加息3次的预期（最快3月开始首次加息）已经在短端利率市场充分体现。加息和流动性的收紧会逐渐抬升实际利率，这对全球风险资产均是需要重点关注的风险。

欧元区内，由于缺乏统一的财政刺激政策，欧元区的经济复苏落后于美国，就业恢复也更为缓慢，但相对而言，通胀压力也相对较轻。预计欧洲央行结束购债以及开始加息的时点会比美联储晚1-2个季度。日本方面，由于日本经济增长在夏季疫情和汽车工业供应链短缺的冲击下，表现较差，预计日本央行将继续维持支持性政策。

中国经济与政策

新冠疫情爆发以来，多数国家的经济活动被迫中断，但中国经济却一枝独秀，在2020年成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。2021年中国经济虽然经历了疫情、洪灾和能源紧缺等不利因素，但预计2021全年经济仍能实现8%左右的较高增长。

2021年12月初召开的中央经济工作会议，对经济形势的判断更为谨慎，明确地传递了政策转向、「稳增长」的信号，并对财政、货币以及房地产政策进行了相应的部署。

在「稳增长」的基调下，中国已经落实了一些宽松措施来应对经济下行，市场期待在总量性的宽松政策后或将迎来信用的宽松。未来若经济增速低于预期，不排除政府会推出托底政策，不过此类政策不会一次性强力释放，更可能是以弹性的、多元化和结构化的方式来进行。

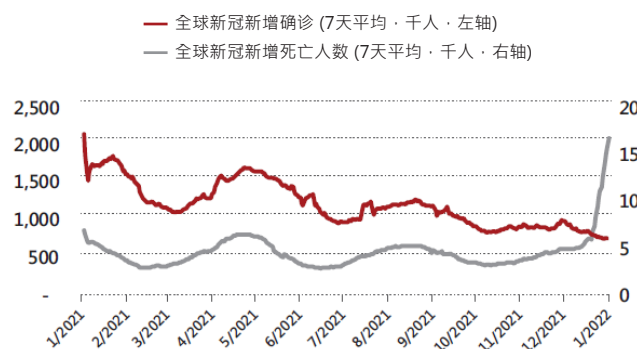
变种病毒为疫情带来变量

Omicron变种病毒的高传染性，令全球新增确诊病例迅速攀升。其中美国新增确诊连创新高，单日新增确诊已超百万

例。但由于Omicron致死率较低，尚没有给全球主要国家带来全面封锁的压力，但仍然需要加强防疫来减少传播速度。

另一方面，许多新兴市场国家的疫苗接种率尚不到50%，如果出现新一轮爆发，仍可能给当地卫生体系带来压力，特别是东南亚等国的停工风险，或再次给供应链造成冲击。而2022年初发现的新变种病毒「IHU」，目前样本较少，其传染性、危险性未能有效评估，是否会影响疫苗的保护效力亦无法判断，我们将保持密切关注。

图 14: 全球新冠疫情影响



数据源: 彭博, 截至2022年1月7日

全球固定收益市场回顾与展望

主要固定收益资产回顾

2021年年初以来，随着市场对经济复苏、通胀的预期提升，美国长端利率快速上行，对美元债的表现造成了较大拖累。二季度随着美债中长端供需情况改善，长端利率上行的态势暂缓。5月中下旬通胀数据超预期，6月美联储态度的转变推动利率平坦化，美国十年期国债利率回落至1.2%左右。自从9月美联储正式宣布考虑缩减购债并加强对通胀的关注后，美国国债收益率特别是短端收益率开始上行，进入区间震荡，美元指数走强。

2021年，大宗商品和权益类资产延续了2020年下半年的上涨势头，原油、欧元区股票反转颓势，收复2020年失地，而标普500和纳斯达克指数更是连创新高。这些风险偏好推动主要美元信用债券市场信用利差收窄。以美国高收益和投资级公司债券为例，其信用利差分别由393bps、103bps收窄至309bps、98bps，非常接近历史最窄位置。

但是利差收窄的幅度很大一部分被利率上行所抵消，在主要海外债券指数当中，仅美国高收益债、新兴市场本币债在

2021年录得正收益。一些核心资产包括美国国债、美国投资级债券、中资美元投资级债券等主要板块均为负回报。特别是中资美元高收益指数受房地产行业拖累出现巨大回撤，年度表现是有史以来第二差。

美国为主的发达国家信用债

2021年，以美国为代表的全球发达国家信用债，无论是投资级还是高收益，都有多个利好因素支持：

- 资金面：宽松的货币政策，11月以前美联储维持大规模购债，充盈的流动性有助于抑制美国信用债的波动；
- 供需面：对比2020年，2021年全球优质龙头企业融资需求降低，投资级债券的净融资额较2020年显著回落，导致较多资金流入二级市场；
- 情绪面：股票市场指数连续创下新高，大宗商品和原油价格维持高位，有利于相关板块利差收窄。

美国投资级债券市场中，不同评级之间利差收窄明显，走势与整体投资级债券关联度较高。BBB-A利差距离历史最窄位置不足10bps。而行业间分化较大，过去一个月，科技行业和医疗健康行业评级调升最多。受疫情影响较大的可选消

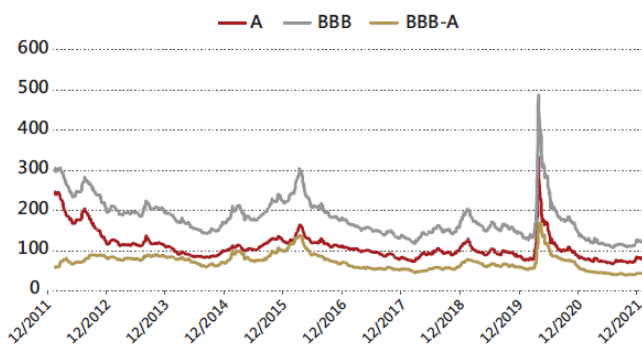
费行业在2021年利差收窄明显，但和疫情前水平仍有一段距离，具一定估值边际。能源行业成为2020年以来利差收窄最明显的行业。

图15: 海外固定收益资产2021年表现

指数	2021一季度	2021二季度	2021三季度	2021四季度	2021全年
美国国债	-4.6%	-2.0%	-0.0%	0.3%	-2.4%
发达市场主权债	-5.8%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-6.9%
美国投资级公司债	-4.5%	-3.6%	-0.1%	0.2%	-1.0%
美国高收益债券	-0.9%	-2.8%	-0.9%	0.7%	5.4%
欧洲高收益债券	-1.4%	-2.5%	-1.0%	-1.7%	-1.6%
新兴市场公司债	-1.8%	-1.9%	-0.7%	-1.3%	-1.9%
新兴市场本币债	-0.1%	-1.6%	1.4%	1.2%	4.2%
亚洲高收益债券	-0.1%	-0.2%	-8.4%	-10.1%	-17.5%
亚洲美元债	-1.6%	-1.2%	-1.3%	-1.6%	-3.1%
新兴市场主权债	-5.4%	-3.8%	-1.2%	-0.6%	-3.6%
中资美元投资级	-1.1%	-0.5%	-0.9%	-0.4%	-0.2%
中资美元高收益	-1.6%	-1.5%	-15.0%	-18.9%	-33.3%

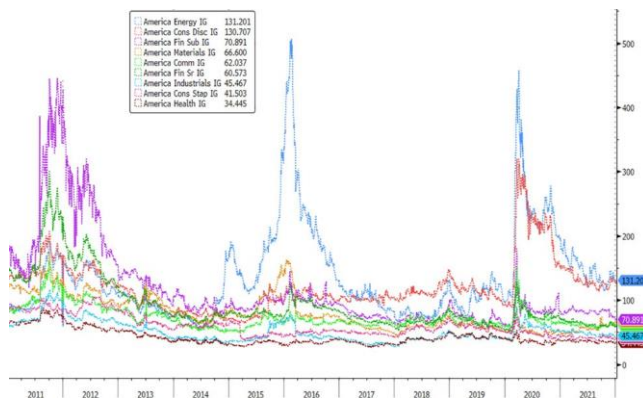
数据源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

图16: 美国投资级债券利差



数据源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

图17: 美国投资级债券行业利差走势



数据源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

展望2022，资金、供需和情绪三大核心因素或难重演集体走强的情况。尽管2022年发达国家经济预期较为稳定，很多行业、公司的信用基本面持续改善，但驱动利差进一步收窄的动能明显转弱，随着美联储正式开启紧缩周期以及潜在加息的可能性，技术面和情绪面或将受到抑制。

我们认为美国投资级债券较难延续2021年的表现，并存在利差走宽30-50bps左右的调整风险。

操作方面，医疗健康行业适合作为超配行业。从市场角度看，在加息周期中，顺周期的金融、能源板块有波段操作机会，如果能源板块强势超出大宗商品对应涨幅，则需要择机进行减持。要自下而上地挑选杠杆率明显改善、具信用评级提升潜力的发债主体，并回避财务激进，有并购倾向的发行人。

中资美元债

2021年对中资美元债来说是非常艰难的一年。2021开年之初，中资美元债市场就受到美国国债收益率曲线快速走峭的重击，随后存续期较长的地产债未能延续高收益低波动的趋势，因华夏幸福和蓝光信用违约事件，受到第一波冲击。进入第二季度，虽然美国国债收益率在二季度逐渐企稳，但因为一些企业信用事件，中资美元债市场依然持续波动。特别是4月份华融推迟公布年报超出市场预期，引发华融债券快速大幅下跌，并波及至相关板块的其他企业，对投资级债券带来巨大冲击，直至华融获得战略投资者入场后才有所缓和。除房地产市场和部分互联网、教育、科技个体，下半年中资投资级市场一直较为稳定。

在高收益债方面，在恒大债券因负面新闻和评级下调走跌后，评级较低的中资房地产债持续走弱。销售下滑叠加行业监管政策，自9月开始，中资高收益债连续下跌。尤其是10月初花样年违约事件后，市场信心迅速恶化，整体板块收益率已经高于历次危机，接近2008年金融危机时的水平。

展望后市，中国投资级债券信用利差已经接近疫情前水平，相较于美国投资级债券，利差也较为合理，进一步推动信用利差大幅收窄的动能还需要观察。在加息预期下，优质目标的含权和有票息重置条款的永续债将受到市场青睐。

在投资级债券当中，部分弱资质城投债长期仍有较多悬而未决的信用风险，我们对此持较为谨慎的态度。而有清晰业务规划、财务稳健的央企和民企龙头，是市场长期偏好的领域，也是我们重点研究和配置的方向。

对于房地产行业，市场普遍认为该行业的增速和盈利处于下行周期。房地产行业是一个投资驱动的行业，虽然近期中国出现融资政策放松信号，但由于中央一直对金融系统性风险非常重视，对于房地产行业而言，即使政策出现放松迹象，金融机构或会保持谨慎的观望态度，未必能够立刻传导至偿债层面，且更为偏重优质企业。该行业的政策核心仍是保专案，保交房。在此情景下，房地产行业信用主体之间将持续分化，国企和资质较好的民企有能力适时收购项目，资质差的企业将面临偿债和销售下滑的双重打击。

2022年地产板块美元债整体偿债压力较大，再融资未得到改善前，预计仍会不断有房企违约或选择展期或进行债务重组。信用分化、价格震荡的格局将会持续下去。从基本面

来看，我们会审慎选择财务可信度高、表外负债少、土储优质、境内融资（尤其是银行融资）占比高的优质信用主体，在市场情绪差，存在超跌机会的阶段，积极布局以降低优质主体成本。展望后市，我们会密切关注政策转向、开工和销售等数据，以及预售资金监管政策的变化，以求把握基本面和技术面带来的潜在反弹机会。

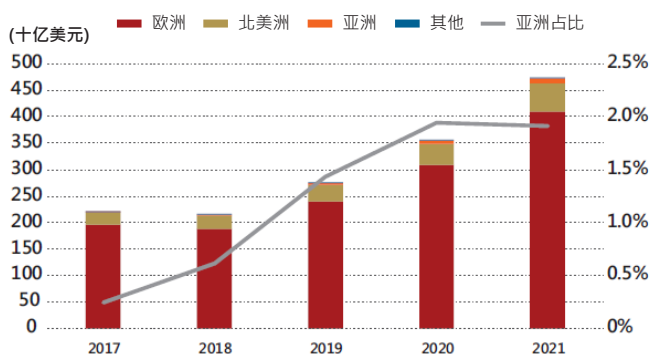
亚洲ESG债券市场

自2013年第一笔绿色债券发行以来，亚洲ESG美元债券总发行规模超过2,100亿美元，而且在2021年更是有了爆发式增长，下半年尤为强劲，全年发行规模超过700亿美元，其中7-12月发行量占全年发行量的50%左右。在评级方面，投资级占72%，高收益占23%。若按国家统计，中国占比将近40%，韩国日本近两年规模亦迅速增长。

MSCI亚洲新兴市场ESG加权指数风险调整后收益明显优于比较基准。亚洲ESG债券的溢价(Greenium)相对于发达市场尚不明显，潜力巨大。ESG主题固定收益基金持续受到资金追捧，过去三年规模快速增长。但目前亚洲所成立的固收ESG基金仅占全球的2%左右，空间巨大。

我们非常看好2022年该领域的投资机会，无论是发行量还是二级市场的欢迎程度，均会推动亚洲ESG债券的迅速发展。

图 18: ESG债券基金规模



数据源: 彭博，截至2021年12月底

其他新兴市场

新兴市场发行量2021年较高，信用表现整体中规中矩，尽管近期随着全球风险偏好小幅调整，2021年表现依然较为稳健，尤其是大宗商品相关的发行人有较好表现。宏观基本面上，预计多数经济体在2022年将保持增长，但增速较

2021年或有所下降。然而紧缩的美元融资环境和强势美元可能引发资本流出新兴市场，这对经常帐户较弱的新兴国家汇率乃至新兴市场本币债券市场都是一个考验。2022年，主要新兴市场国家中巴西、哥伦比亚等国都将引来双选举，民粹主义是否继续抬头，以及相关政策和外部环境的变化皆是投资者关注的重点。



主要新兴市场国家2022年展望



印度

2021年第二、三季度经济增长分别达到了20.1%和8.4%，超出市场预期。市场过去担忧疫情冲击下印度财政赤字和增长之间存在矛盾，而当前这个矛盾已经逐渐缓释。印度准主权信用利差近两个月收窄明显，相对来说超额收益机会有限，对此我们维持中配。印度整体经济的复苏利好一系列行业，比如经营持续改善、盈利进入上行周期，并具评级上调机会的发行人。行业方面，我们看好印度风能、太阳能等新能源，以及港口、通信、消费等机会。



印尼

由于下半年紧急的防疫措施，印度尼西亚2021年GDP增长预计不足4%，在东盟国家中相对较弱。较低的疫苗接种率和不稳定的电力供应均为印度尼西亚经济复苏带来不确定性，在当前较紧的估值之下，我们建议对印度尼西亚主权和准主权债券维持低配。



马来西亚

随着疫苗接种推进和较低的基数，我们认为2022年马来西亚的经济增长有望加速，且经常性账户盈余的状态有望维持，其准主权债在历次的市场波动中均呈现了较为坚韧的一面，但由于估值较贵，我们建议对马来西亚主权债维持中配。



巴西

为抵御通胀，巴西央行进行了连续和较大幅度的紧缩，供应紧缺等因素对2022年巴西经济带来压力，预计GDP增长会有所下降。在政局方面，根据民调巴西选民对中间派支持较少，此前数次选举中的极端选举言论，对巴西股票、债券和外汇市场产生冲击。在巴西经常性账户尚未明显改善之前，预计外汇以及主权信用利差在2022年前三季度会比较震荡，因此投资者可待选举落地、以及通胀和利率触顶后捕捉反弹机会。

配置策略



经济情景



分析



配置策略

乐观



经济活动快速复苏，需求旺盛导致通胀继续高企。美国国债收益率预计可以走宽50bps以上，随着预期被消化，整体利率曲线可能呈先陡后平的态势，发达国家投资级债券利差略有收窄，新兴市场和高收益债券利差小幅收窄。

适当超配新兴市场和高收益策略组合。

中性



经济活动可以大体维持，通胀有所缓解，美国国债利率预计走宽25bps以上，投资级债券、新兴市场和高收益债券市场因应流动性和估值变化小幅走宽。

进行中性配置，维持一定的票息，以稳健均衡的策略为主。

悲观



疫情恶化导致大规模的经济停摆。中国因较强的疫情控制能力，遭受的影响较低。相较于发达国家，卫生条件和疫苗接种率落后的新兴市场将受到更大冲击。我们预期美国国债收益率有机会收窄30bps，发达国家投资级债券利差走宽25bps，流动性高的新兴市场债券利差走宽30-50bps，高收益价格下跌2-5pt。美国国债跑赢其它美元资产，新兴市场中中国明显跑赢其它市场。

采取存续期较长和安全性较高的信用配置策略。

滞胀



如果病毒拖累经济，并造成供应链瓶颈，导致严重滞胀。在此情景下，无论权益资产还是固定收益资产均不能很好补偿投资者风险。

建议以现金类配置为主。

关于华夏基金（香港）

华夏基金(香港)有限公司(「华夏基金(香港)」)为华夏基金管理有限公司的全资子公司，于2008年9月在香港注册成立，是首批获准在港展开资管业务的中资基金公司。华夏基金(香港)也是首批RQFII基金管理人，并于2015年取得中国证监会「保险资金境外受托人资格」，成为首家为保险机构提供境外投资管理服务的中资基金公司。

随着内地资本市场逐渐开放，中国资本流动的双向开放，全球市场与中国内地市场及投资者之间的关系日渐深化。华夏基金(香港)作为香港顶尖的中资基金公司，凭借多年来的投资经验及投研团队的稳定实力，汇聚股东公司在中国内地的优势、服务与脉络关系，致力在港发展离岸及跨境资产管理业务，成为中国与世界接轨的金融桥梁的中流砥柱之一，促进全球金融市场一体化。华夏香港致力于成为多元化、全

球化的综合资产管理公司。自成立至今，公司实现了全面的国际化业务布局，建立了涵盖长仓基金、对冲基金、交易所买卖基金(ETF)、杠杆/反向产品、债券基金和专户的多元化产品线，以及全力发展投资顾问服务，务求提供多类型产品或服务选择予香港、大中华区、亚太区、以至欧洲、美国等地的个人及机构投资者。

华夏基金(香港)深信以客户为上的服务理念，不论面对个人投资者或机构投资者，永远以了解客户的需要作为提供优质服务的第一步及最重要的一步，量身裁衣，选择适合的投资策略为客户管理财富。华夏基金(香港)一直遵循严谨的投资流程，为投资者谋求长期稳定优异的收益，多年来屡获业界殊荣，引证团队在业内的领导地位，为境外市场具有影响力的中资基金管理公司。

《Benchmark》年度基金大奖2021

杰出基金经理 - 亚洲债券
- 蔡靖

实物ETF - 同类最佳奖
- 沪深300指数ETF

《Benchmark》年度基金大奖2020

中国股票 - 杰出表现奖
- 新视野中国A股基金

《中国证券报》中国海外基金金牛奖2020

一年期金牛海外中国债券基金
- 精选亚洲债券基金

《Insights&Mandate》专业投资大奖2020

杰出业绩表现大奖
- 中国对冲基金(5年)

《Asia Asset Management》Best of the Best Awards 2020

最佳新ETF
- 纳斯达克100指数每日反向 (-2x) 产品

《财资》Triple A Sustainable Investing Awards 2020

最佳ETF供货商



免责声明：

本数据仅供指定收件人之信息及参考之用，并不构成投资于任何证券的邀约。本资料有关基金内容（如有）不适用于在限制该内容之发布的区域居住之人士。任何人士均不得视本资料为构成购买或认购参与基金股份的要约或邀请，也不得在任何情况下使用基金认购协议，除非在相关司法管辖区内该邀约和分发是合法的。非香港投资者有责任遵守其相关司法管辖区的所有适用法律法规，然后继续阅读本数据所包含的信息。

本数据所载之信息仅反映现时市场状况及华夏基金（香港）有限公司（「本公司」）于编制资料当日的判断，并不代表对个券或市场走势的准确预测，而判断亦可随时因应个券或市场情况变化而更改，恕不另行通知。于制作本资料时，本公司依赖及假设公共媒介提供的数据的正确性及完整性。本公司认为本文件所载资料为可靠的；然而，本公司并不保证该数据的完整性及准确性。本公司或其联营公司、董事及雇员概不对于本数据内所提供之信息的任何错误或遗漏负上任何责任，且本公司不应就任何人士因依赖或使用该等数据而招致的任何损失负责。

投资涉及风险。过往业绩不代表将来表现。基金价格及其收益可升可跌，概不能保证。投资价值亦可能受到汇率影响。投资者可能无法取回原本的投资金额。

本资料并未经香港证监会审阅。发布人：华夏基金(香港)有限公司。在未经华夏基金(香港)有限公司同意前，不得复印，分发或复制本数据或本数据内任何部份内容给予预定收件人以外的任何人士。

香港花园道1号中银大厦37楼

www.chinaamc.com.hk

华夏基金（香港）有限公司

电话: (852) 3406 8688

产品查询及客户服务

电话: (852) 3406 8686

电邮: hkservice@chinaamc.com

关注我们：华夏基金香港



微信



LinkedIn



Facebook



華夏基金(香港)
China AMC (HK)

