

2022年 投資展望



華夏基金(香港)
China AMC (HK)

目錄

概要	03
----	----

中國股票市場	04
--------	----

2.1 2021年市場回顧

2.2 宏觀與市場環境

2.3 2022年中國股票市場展望

2.4 行業聚焦

全球固定收益市場	11
----------	----

3.1 宏觀經濟與政策

3.2 全球固定收益市場回顧與展望

3.3 配置策略

關於華夏基金(香港)	17
------------	----



甘添

行政總裁

2021年全球經濟迎來疫情後的復甦。儘管變種新冠病毒帶來疫情反覆，但全球範圍內因新冠病毒導致經濟活動再度全面封鎖的概率已經很低，我們距離疫情結束越來越近。

中國股票市場在2021年受中美關係、新冠疫情、地產行業信用風險和互聯網反壟斷等行業監管風險影響，大幅落後全球其他主要市場。「碳中和」背景下，綠色能源、電動車等相關行業成為少數貫穿全年的投資主題。我們積極把握可持續轉型下的投資機會，旗下香港公募基金管理規模於波動的市況中錄得大幅增長，A股基金產品2021年表現在同類產品中排名首位。

全球債券市場在2021年也迎來較為艱難的一年。疫情期間寬鬆的貨幣政策刺激經濟復甦，同時亦令通脹不斷升溫，導致美債利率全年整體上行。在全球主要的美元債中，僅美國信用債在信用利差收窄的影響下，表現較好。而中資高收益債券因地產行業的信用風險出現大幅震蕩。在極具挑戰性的市場環境下，我們的債券團隊通過及時的風險管理和倉位調整，保持了業內領先的投資業績，旗下精選亞洲債券基金和全球投資級債券基金2021年的表現在同類產品中皆名列首位。

告別2021，展望2022，美國開始步入加息週期，中國的宏觀政策則「以我為主」，政策重心重回「穩增長」。中美關係顯現緩和跡象，新冠疫情對經濟的影響逐漸減弱，房地產信用風險已充分暴露並將逐步化解。

在此環境下，我們對中國股票市場和旗下股票基金的表現充滿信心。雖然債券市場在美國加息背景下存在壓力，但我們旗下的債券基金將繼續做好風險控制，同時積極把握機會，力爭為投資者帶來業內領先的投資回報。

2022年，我們將加強對ESG（環境、社會和治理）投資的部署，更多踐行可持續投資理念，助力企業和社會的可持續發展，並計劃推出ESG相關投資主題的股票及債券基金。

新的一年，讓我們繼續前行，共同創造精彩的2022。

中國 股票市場



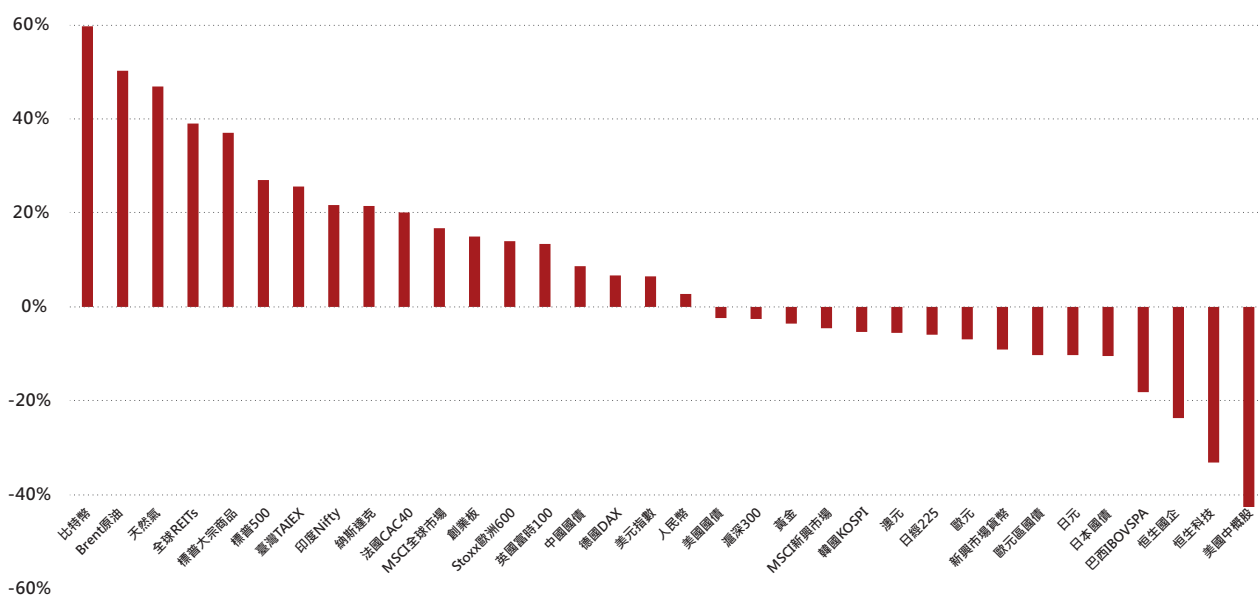
景然
投資經理



張鈞
研究部主管

2021年市場回顧

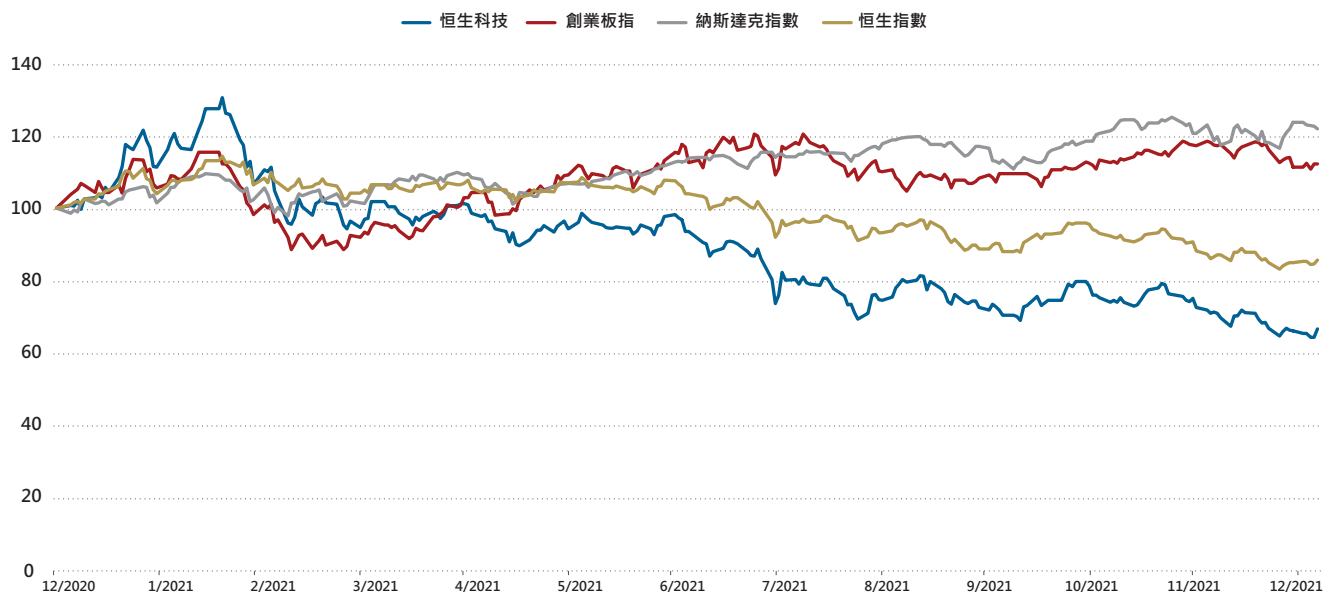
圖 1: 2021年全球主要市場表現



來源: 中金公司 · 截至2021年11月5日

港股市場表現落後

圖 2: 港股與美股指數表現



資料來源: 彭博，截至2021年12月底

港股在2021年表現大幅落後全球其他主要市場。年初港股通南下資金大幅流入，推動港股市場快速上漲。但下半年，隨著互聯網反壟斷、課外培訓等多項行業監管政策的陸續推出，行業增長動能轉弱，以恒生科技為代表的互聯網板塊大幅下跌，跌勢持續全年。中國一些房地產龍頭企業信用風險事件的持續發酵，引發市場對系統性風險的擔憂，金融、地產、物業等相關板塊亦受到波及而大幅下挫，進一步加劇了市場的悲觀情緒和下跌幅度。

整體來看，2021年港股市場價值板塊表現超越成長板塊。因疫情導致的全球供應鏈失衡，將海運價格推至歷史高位，同時疫情期間的寬鬆貨幣和財政政策，刺激經濟復甦帶來旺盛需求，主要大宗商品的價格在2021年大幅上漲。

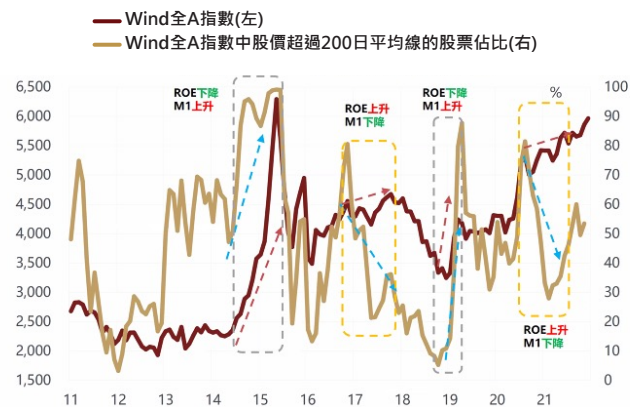
在2021年，最受矚目的投資主題則是新能源轉型。新能源車在年內滲透率快速提升，帶動了相關產業鏈的快速增長，同時推高了與之相關的有色金屬和化工品的價格。在中國綠色轉型的大背景下，包括火電和煤炭在內的一些傳統能源企業也開始加大在新能源領域的投入，尋求新的中長期增長機會。

A股市場呈現結構性行情

A股市場2021年整體表現平淡，呈現較為震盪的行情。小盤股顯著跑贏大盤，傳統行業和新興行業之間發生輪動。傳統行業中，上游公司受惠於產品價格的大幅走高，盈利能力顯著提升，股價因此錄得大幅上漲。新興行業，包括新能

源車、鋰電、光伏、環保、相關設備和新材料等公司在新能源轉型驅動下，盈利和股價皆大幅上漲。

圖 3: A股市場表現



資料來源: Wind，敦和資管宏觀研究部，截至2021年12月底

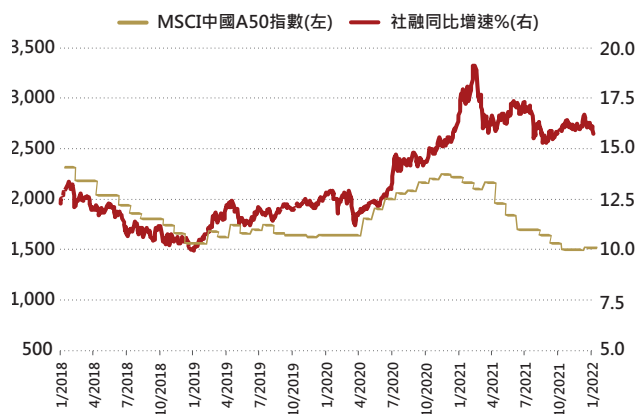
與之相反，傳統藍籌股，包括消費、醫藥、金融、地產等板塊則表現落後。消費板塊面臨需求放緩和成本上漲的雙重影響，增速和利潤率皆存在壓力。醫藥行業主要受疫情和集採降價的影響，短期業績和長期增長空間都受到擠壓，行業估值明顯下降。房地產行業相關產業鏈，如金融、地產、家電等企業受下半年房地產監管政策收緊的影響，流動性和信用風險面臨壓力，股價自第三季度開始明顯走弱。

宏觀及市場環境

中國社融增速企穩回升，政策重心轉向「穩增長」

中國社融同比增速於2021年10月企穩，11月進一步回升，回升勢頭有望在未來幾個季度延續。作為資產價格的領先指標，社融增速見底後，往往股票市場上漲的概率較高。

圖 4: 社融增速是中國股市的領先指標 (三個月延遲效應)



資料來源: 彭博，截至2022年1月7日

圖 5: 社融增速見底後3月內中國市場資產表現 (%)

開始日	結束日	上證綜指	滬深300	中證500	上證50	中小板綜合指數
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
收益率中位數		7.8	6.8	7.0	7.9	23.1

資料來源: Wind

我們看到自2021年第四季度開始連續出現寬鬆和「穩增長」的信號：

- 11月19日，中國央行提出「以我為主」的貨幣政策導向，釋放適度寬鬆的信號；
- 11月24日，國務院總理李克強主持召開國務院常務會議，部署完善地方政府專項債券管理，加快專項債剩餘額度發行；
- 12月6日，中國央行宣佈於12月15日下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，以支援實體經濟發展，促進綜合融資成本穩中有降；
- 12月15日，央行在降準後開展5000億元MLF操作，額外為金融機構提供約2500億元的長期資金；
- 12月初，政治局會議以及年度中央經濟工作會議釋放出「穩增長」的明確信號；
- 12月20日，央行宣佈將1年期LPR從3.85%下調至3.8%，這是2020年4月以來LPR的首次下調，是繼中央

經濟工作會議釋放「穩增長」信號後的又一寬鬆舉措；

- 1月1日，央行發佈2022年工作展望，表示將保持穩健且靈活適度的貨幣政策，加大對實體經濟的支援力度；
- 1月初，地產行業相關政策亦出現放鬆跡象，如上海的房貸放款週期縮短到1個月以內，銀行放寬一些大型優質房企某些特定貸款不再計入「三條紅線」相關指標等政策。

我們認為中國新一輪寬鬆週期已經開啟。中國將會是2022年全球範圍內唯一一個採取較為寬鬆政策的主要經濟體。貨幣和財政政策都將「以我為主」，受美聯儲加息影響較小，市場整體的流動性將更為充沛。

2022年是維穩年，市場表現或可期

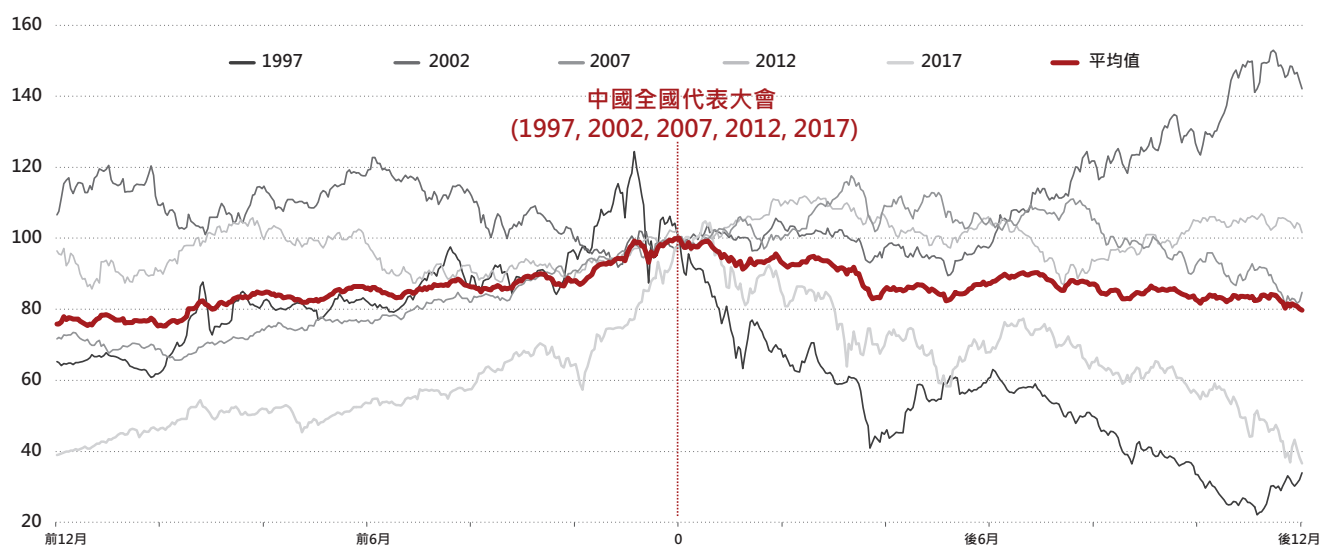
2022年將有多個重大活動和會議舉行，包括1) 2月：北京冬季奧運會；2) 3月：香港行政長官選舉；3) 7月：香港回歸25周年；4) 10月：中國共產黨第二十次全國代表大會。從宏觀層面來看，2022年將是一個維穩年。

歷史資料顯示，在中共全國代表大會前12個月的市場整體呈現上漲趨勢，平均漲幅在30%左右。

人民幣匯率保持強勢

雖然2021年港股表現並不樂觀，但在美元指數走強的背景下，人民幣兌美元依然持續升值，並於2021年12月刷新3年記錄，顯示出投資者對人民幣資產的信心和風險偏好在不斷提升。即使2021年12月6日，央行宣佈全面降準，亦未過多影響人民幣的強勢表現。人民幣過快的升值速度使得央行在12月9日再次宣佈上調外匯存款準備金率，但人民幣僅小幅走弱。人民幣的強勢表現反映出新冠疫情下中國經濟的穩定性和較強的出口競爭力，為未來港股市場表現提供支持。

圖 6: 中共會議前後MSCI中國指數表現



資料來源: 彭博

圖 7: 美元指數與美元/人民幣匯率走勢



資料來源: 彭博，截至2021年12月底

美國是中國股市2022年的主要風險

中國股票市場2022年面臨的主要風險有美股市場調整帶來的潛在衝擊以及美聯儲加息下新興市場資金流出的風險。

考慮到美國已經進入緊縮週期，而美股市場的絕對點位和估值水平都處於歷史高位，如果後續美股市場大幅調整，可能對中國的股票市場產生較大衝擊。目前美股市場估值指標已經超過2000年互聯網泡沫時的高點，金銀價格與標普500的比率則創出新低，諸多指標都表明當前美股市場的風險正在不斷累積。

高通脹的壓力之下，12月15日美聯儲議息會議聲明刪除了「通脹暫時性」的表述，正式宣佈加快緊縮。2022年初，美聯儲釋放出強烈鷹派信號，表示美聯儲可能最早於今年3

月決定加息，並可能開始縮表。該消息令美債收益率持續走高，在1月上旬觸及1.8%，創近2年新高。

受此影響，全球股票市場出現由成長股轉向價值股的風格切換，美股科技股也開始由高位下跌。預計未來美聯儲進一步的緊縮動作將對美股形成持續壓力，亦將對中國市場帶來一定影響。但中國已經進入新一輪的寬鬆週期，「穩增長」的政策方向將對市場形成支撐，我們也將更加靈活地調整倉位和持倉，以更好地應對美股下跌帶來的潛在衝擊。

此外，在全球通脹、美聯儲加息、美元升值的背景下，以土耳其、阿根廷、智利等為代表的新興市場貨幣兌美元普遍大幅走弱，從而引發資金整體撤離新興市場。中國市場或因此受到一定的衝擊，但中國宏觀經濟大幅優於這些國家，人民幣強勢表現、中國的我「穩增長」政策，令全球資金流出風險相對可控。

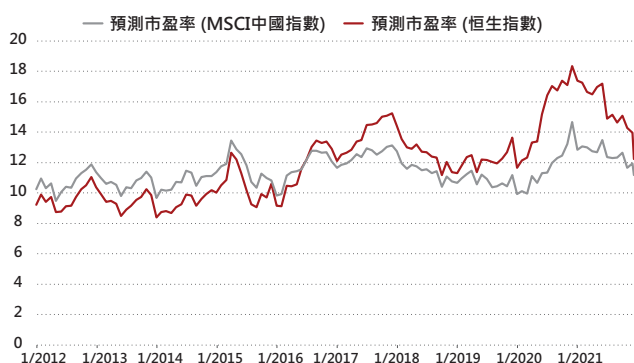
2022年中國股票市場展望

港股市場有望否極泰來

港股市場在2021年受經濟下行、房地產信用風險及互聯網反壟斷等政策風險影響，表現遠遠落後於全球其他主要股票市場。MSCI中國指數的市盈率已經處於歷史低位，在政策寬鬆的大環境下進一步探底的空間有限。

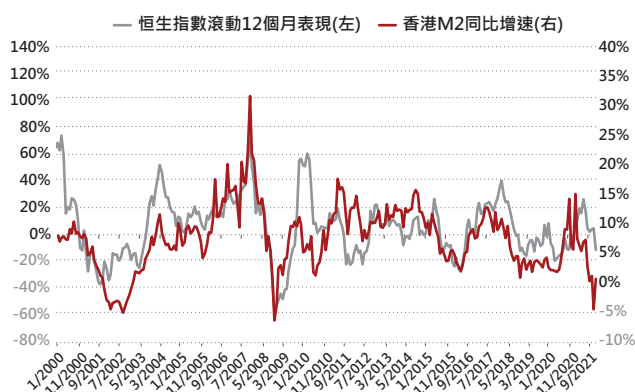
近年來，香港金融市場與中國的關聯度越來越高，相反地與美國的關聯度則越來越低。歷史數據表明，香港M2與港股市場的走勢高度關聯，歷史上僅出現過的三次負增長(2002年科網泡沫破滅、2008年次貸危機和2021年10月)，皆伴隨著港股市場危機。隨著中國進入新一輪寬鬆週期，香港M2同比增速在11月也已經開始回升轉正，這對港股市場將是利好消息。

圖 8: 中國股市估值



資料來源: 彭博，截至2022年1月10日

圖 9: 恒生指數與中國香港M2



資料來源: Haver，截至2021年底

當前投資者尚處於極端悲觀情緒中，但港股市場盈利下調已接近尾聲，極低的估值水平和股價已經充分反映了盈利壓力和政策風險，股權風險溢價已升至歷史較高水平，後續即便有零散的監管風險，對市場的衝擊也不會很大。隨著穩增長政策的持續發佈，待宏觀經濟和企業盈利有所改善，市場預期有望迎來修復，港股市場在2022年將會有很好的投資機會。

A股市場將受益於行業和穩增長政策

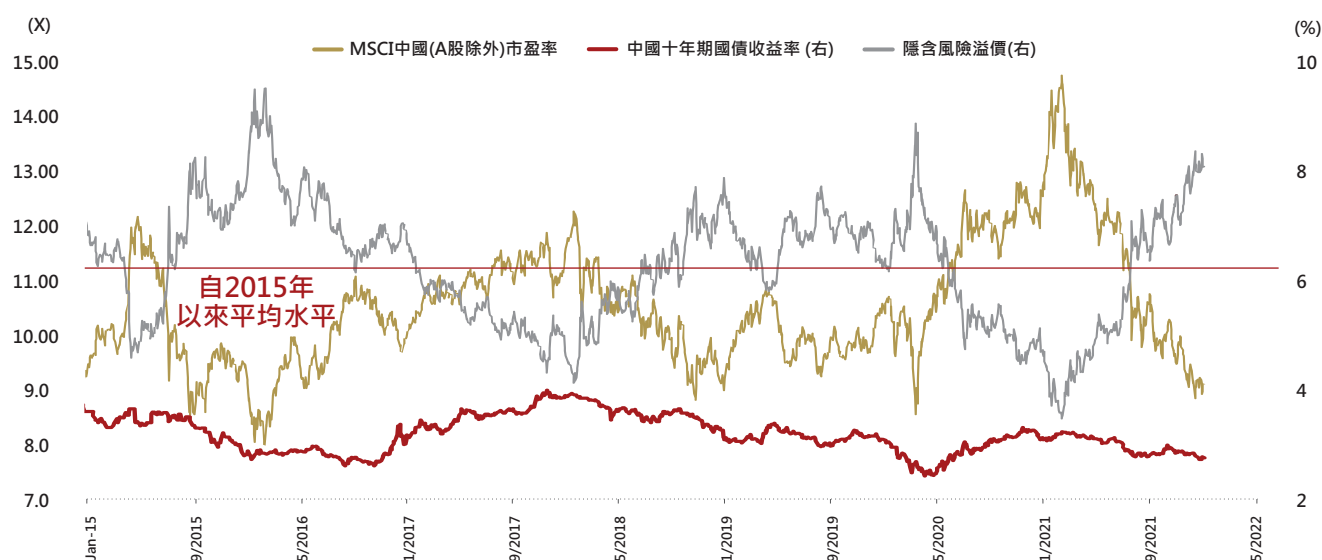
從股票市場資金增量的角度看，我們預計2022年全年增量資金將略低於2021年。內資方面，公募基金發行預計有所放緩，私募基金規模淨增可能小幅下降；信託、券商資管的資產規模在資產新規模過渡期結束後有望企穩；銀行理財投向權益類資產的比例將穩中有升。外資方面，國際指數對A股

的擴容計劃暫告一段落，海外流入資金將由被動配置轉向主動配置。美聯儲加息可能影響外資流入，但我們認為中國自身政策和經濟狀況的影響將會更大。

從行業分佈的角度看，與港股相比，A股市場以製造業、硬科技公司為主，互聯網行業佔比明顯更小，相對更符合當前中國產業政策的方向。而且，A股與中國政策的關聯度相較港股市場也更高。隨著「穩增長」政策力度逐漸加大，投資者對A股市場的信心也會增強。

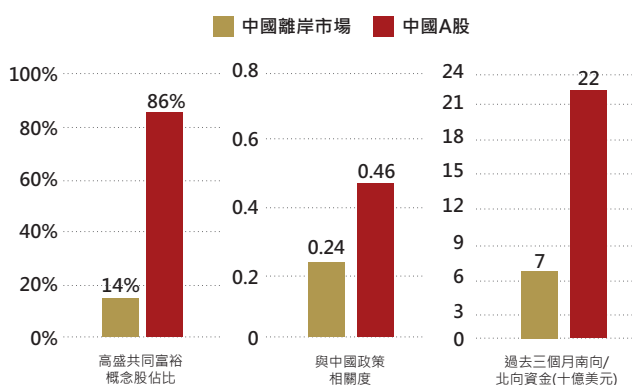
從企業盈利的角度看，我們預計A股市場的盈利將從2021的高增長回落至常態水平。但盈利增速放緩與股票市場的下跌並不完全關聯，歷史上盈利下行階段A股市場也曾多次出現上漲的情況。2022年A股行情主要由「穩增長」政策和流動性驅動，預計不同行業間的表現差異將有所收縮，前兩年受行業景氣度驅動的結構性行情將有所改變。

圖 10: 股票風險溢價與MSCI中國指數(A股除外)估值



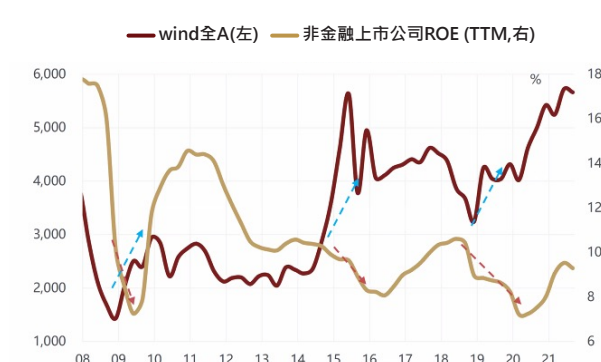
資料來源: 中金公司，截至2022年1月11日

圖 11: 中國A股與離岸中國市場



資料來源: 高盛，截至2021年12月底

圖 12: A股上市公司盈利增長



資料來源: Wind，敦和資管宏觀研究部，截至2021年12月底

受益於穩增長政策的高股息行業

受長期國債收益率下降影響，銀行理財收益率近年來持續下行，與之對應的是，中國上市公司的分紅率和股息率不斷提升。中國的人口結構和地產週期的轉變，國債收益率的下行趨勢或長期維持。銀行理財資金是股票市場長期增量資金的重要來源之一，高股息標的有望獲得這部份資金的青睞。

中國股票市場高股息公司主要集中在銀行、煤炭、基建、鋼鐵、家電等行業，這些行業與宏觀經濟的關聯度高，週期性更強，相對於新興行業，市場長期關注度偏低。但這些行業的估值處於低位，由於機構持倉普遍較低，因此受美聯儲加息的衝擊小，高股息率令這些行業在當前動盪的全球市場環境中具備較好的避險屬性。同時受惠於中國的寬鬆政策和穩增長政策，其盈利前景和股價表現有望改善。

醫藥行業

醫藥行業2021年受疫情反覆和集採降價影響，股價跌幅較大，估值已經回落到歷史低位，優質公司開始出現較好的長期佈局機會。一些市場傳聞，如美國可能對部分CXO和生物製藥公司進行制裁，對醫藥股的投資情緒產生進一步衝擊。但由於醫藥行業全球產業鏈的特性，我們預計美國在醫藥領域完全擺脫中國供應鏈或者禁止中國藥品在美國上市的概率非常低，在當前的估值水平下，醫藥行業長期的買入時點已經出現。

一些重要的指標，如醫藥市盈率x無風險利率(國債收益率)，具較強的行業拐點信號意義。幾個極值皆發生在醫藥行業的幾次觸底：2012年初，2016年初和2019年初。當前醫藥股的股價已經處於另一個歷史底部，行業內龍頭公司和優質生物藥、醫療器械公司的長期投資機會已經顯現。

圖 13: 醫藥行業指標 (醫藥市盈率x無風險利率)



資料來源: Wind，截至2021年12月底

以硬科技為代表的“專精特新”企業

雖然中國製造業增加值連續11年位居全球第一，然而從製造大國向製造強國的產業升級轉型仍處於早期階段。中國硬科技領域國產替代的進程正在持續推進，「碳中和」趨勢下的新舊能源轉換趨勢明顯。在此背景下，半導體、先進製造、新能源、新能源車、輸配電網等領域存在較為確定的中長期增長空間，也是國家政策大力扶持的方向。

考慮到相關公司受景氣週期的帶動，盈利增長、估值和股價均處於歷史高位，投資者的預期也比較高，待股價回調或業績增長消化估值壓力後或是更好的佈局時點。在相關產業政策的鼓勵支持下，我們認為中國未來會在大量細分領域出現全球領先的企業，從而帶來大量的投資機會。

全球固定 收益市場



蔡曉暉
投資經理



王子贊
投資經理

宏觀經濟與政策

海外經濟和政策

2021年，全球經濟增長受益於主要經濟體大規模的財政和貨幣政策刺激，發達國家經濟迎來迅速恢復，中國以外新興市場整體上也逐漸步入正軌。然而疫情的反覆給世界經濟帶來了諸多持續性問題，比如供應鏈下游受到脈衝式衝擊、勞動力市場結構性缺乏，以及服務性消費仍未充分恢復等。

基本面向來，美國勞動市場恢復較快，美國2021年經濟增長有望達到5.5%水平。2021年，通脹預期貫穿全年，美國11月綜合消費物價指數同比上漲6.8%，創30年來最高增幅。從分項看，壓力不再來源於經濟重新開放後相關的行業。同時，上游積累的通脹壓力逐步向下游傳導，預計服務業通脹在2022年上半年較難回落。作為領先指標的運價明顯回落，料大宗商品明年難現2021年強勢表現，隨著港口擁堵情況逐步改善，商品端壓力有望得到階段性緩解。

政策方面，作為上任後的第一年，拜登在2021年連續推出了經濟救助和就業支援計劃。然而拜登政府力推的《重建美好》核心法案卻遭到立法瓶頸。預計2022年美國中期選舉

可能較為複雜，或發生國會控制權轉移從而影響後續政策的連續性。

貨幣政策方面，由於美國就業指標良好，接近充分就業，未來美國政策的核心將由促進就業轉向貨幣政策正常化。特別是在美聯儲主席連任以及部分官員輪換後，鷹派態度應會持續。市場對美聯儲2022年加息3次的預期（最快3月開始首次加息）已經在短端利率市場充分體現。加息和流動性的收緊會逐漸抬升實際利率，這對全球風險資產均是需要重點關注的風險。

歐元區內，由於缺乏統一的財政刺激政策，歐元區的經濟復甦落後於美國，就業恢復也更為緩慢，但相對而言，通脹壓力也相對較輕。預計歐洲央行結束購債以及開始加息的時點會比美聯儲晚1-2個季度。日本方面，由於日本經濟增長在夏季疫情和汽車工業供應鏈短缺的衝擊下，表現較差，預計日本央行將繼續維持支持性政策。

中國經濟與政策

新冠疫情爆發以來，多數國家的經濟活動被迫中斷，但中國經濟卻一枝獨秀，在2020年成為全球唯一實現經濟正增長的主要經濟體。2021年中國經濟雖然經歷了疫情、洪災和能源緊缺等不利因素，但預計2021全年經濟仍能實現8%左右的較高增長。

2021年12月初召開的中央經濟工作會議，對經濟形勢的判斷更為謹慎，明確地傳遞了政策轉向、「穩增長」的信號，並對財政、貨幣以及房地產政策進行了相應的部署。

在「穩增長」的基調下，中國已經落實了一些寬鬆措施來應對經濟下行，市場期待在總量性的寬鬆政策後或將迎來信用的寬鬆。未來若經濟增速低於預期，不排除政府會推出托底政策，不過此類政策不會一次性強力釋放，更可能是以彈性的、多元化和結構化的方式來進行。

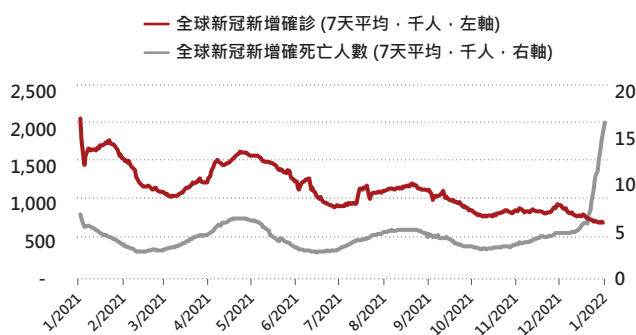
變種病毒為疫情帶來變數

Omicron變種病毒的高傳染性，令全球新增確診病例迅速攀升。其中美國新增確診連創新高，單日新增確診已超百萬

例。但由於Omicron致死率較低，尚沒有給全球主要國家帶來全面封鎖的壓力，但仍然需要加強防疫來減少傳播速度。

另一方面，許多新興市場國家的疫苗接種率尚不到50%，如果出現新一輪爆發，仍可能給當地衛生體系帶來壓力，特別是東南亞等國的停工風險，或再次給供應鏈造成衝擊。而2022年初發現的新變種病毒「IHU」，目前樣本較少，其傳染性及危險性未能有效評估，是否會影響疫苗的保護效力亦無法判斷，我們將保持密切關注。

圖 14: 全球新冠疫情形勢



資料來源: 彭博, 截至2022年1月7日

全球固定收益市場回顧與展望

主要固定收益資產回顧

2021年年初以來，隨著市場對經濟復蘇、通脹的預期提升，美國長端利率快速上行，對美元債的表現造成了較大拖累。二季度隨著美債中長端供需情況改善，長端利率上行的態勢暫緩。5月中下旬通脹數據超預期，6月美聯儲態度的轉變推動利率平坦化，美國十年期國債利率回落至1.2%左右。自從9月美聯儲正式宣佈考慮縮減購債並加強對通脹的關注後，美國國債收益率特別是短端收益率開始上行，進入區間震盪，美元指數走強。

2021年，大宗商品和權益類資產延續了2020年下半年的上漲勢頭，原油、歐元區股票反轉頹勢，收復2020年失地，而標普500和納斯達克指數更是連創新高。這些風險偏好推動主要美元信用債券市場信用利差收窄。以美國高收益和投資級公司債券為例，其信用利差分別由393bps、103bps收窄至309bps、98bps，非常接近歷史最窄位置。

但是利差收窄的幅度很大一部分被利率上行所抵消，在主要海外債券指數當中，僅美國高收益債、新興市場本幣債在

2021年錄得正收益。一些核心資產包括美國國債、美國投資級債券、中資美元投資級債券等主要板塊均為負回報。特別是中資美元高收益指數受房地產行業拖累出現巨大回撤，年度表現是有史以來第二差。

美國為主的發達國家信用債

2021年，以美國為代表的全球發達國家信用債，無論是投資級還是高收益，都有多個利好因素支持：

- **資金面：**寬鬆的貨幣政策，11月以前美聯儲維持大規模購債，充盈的流動性有助於抑制美國信用債的波動；
- **供需面：**對比2020年，2021年全球優質龍頭企業融資需求降低，投資級債券的淨融資額較2020年顯著回落，導致較多資金流入二級市場；
- **情緒面：**股票市場指數連續創下新高，大宗商品和原油價格維持高位，有利於相關板塊利差收窄。

美國投資級債券市場中，不同評級之間利差收窄明顯，走勢與整體投資級債券關聯度較高。BBB-A利差距離歷史最窄位置不足10bps。而行業間分化較大，過去一個月，科技行業和醫療健康行業評級調升最多。受疫情影響較大的可選消

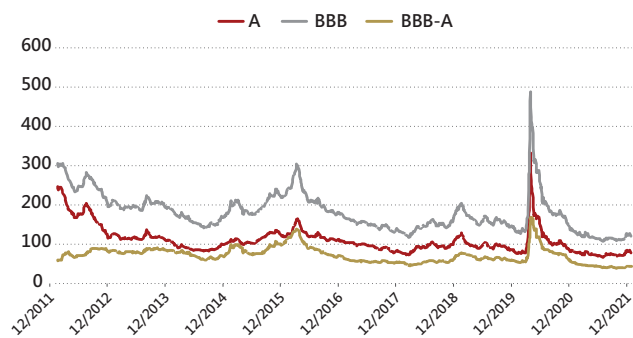
費行業在2021年利差收窄明顯，但和疫情前水平仍有一段距離，具一定估值邊際。能源行業成為2020年以來利差收窄最明顯的行業。

圖 15: 海外固定收益資產2021年表現

指數	2021一季	2021二季	2021三季	2021四季	2021全年
美國國債	-4.6%	-2.0%	-0.0%	0.3%	-2.4%
發達市場主權債	-5.8%	-1.0%	-1.1%	-1.0%	-6.9%
美國投資級公司債	-4.5%	-3.6%	-0.1%	0.2%	-1.0%
美國高收益債券	-0.9%	-2.8%	-0.9%	0.7%	5.4%
歐洲高收益債券	-1.4%	-2.5%	-1.0%	-1.7%	-1.6%
新興市場公司債	-1.8%	-1.9%	-0.7%	-1.3%	-1.9%
新興市場本幣債	-0.1%	-1.6%	1.4%	1.2%	4.2%
亞洲高收益債券	-0.1%	-0.2%	-8.4%	-10.1%	-17.5%
亞洲美元債	-1.6%	-1.2%	-1.3%	-1.6%	-3.1%
新興市場主權債	-5.4%	-3.8%	-1.2%	-0.6%	-3.6%
中資美元投資級	-1.1%	-0.5%	-0.9%	-0.4%	-0.2%
中資美元高收益	-1.6%	-1.5%	-15.0%	-18.9%	-33.3%

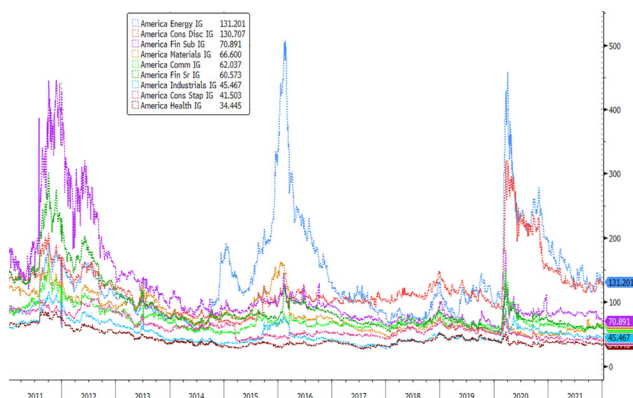
資料來源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

圖 16: 美國投資級債券利差



資料來源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

圖 17: 美國投資級債券行業利差走勢



資料來源: 彭博、ICE，截至2021年12月底

展望2022，資金、供需和情緒三大核心因素或難重演集體走強的情況。儘管2022年發達國家經濟預期較為穩定，很多行業、公司的信用基本面持續改善，但驅動利差進一步收窄的動能明顯轉弱，隨著美聯儲正式開啟緊縮週期以及潛在加息的可能性，技術面和情緒面或將受到抑制。

我們認為美國投資級債券較難延續2021年的表現，並存在利差走寬30-50bps左右的調整風險。

操作方面，醫療健康行業適合作為超配行業。從市場角度看，在加息週期中，順週期的金融、能源板塊有波段操作機會，如果能源板塊強勢超出大宗商品對應漲幅，則需要擇機進行減持。要自下而上地挑選杠杆率明顯改善、具信用評級提升潛力的發債主體，並回避財務激進，有併購傾向的發行人。

中資美元債

2021年對中資美元債來說是非常艱難的一年。2021開年之初，中資美元債市場就受到美國國債收益率曲線快速走峭的重擊，隨後存續期較長的地產債未能延續高收益低波動的趨勢，因華夏幸福和藍光信用違約事件，受到第一波衝擊。進入第二季度，雖然美國國債收益率在二季度逐漸企穩，但因為一些企業信用事件，中資美元債市場依然持續波動。特別是4月份華融推遲公佈年報超出市場預期，引發華融債券快速大幅下跌，並波及至相關板塊的其他企業，對投資級債券帶來巨大衝擊，直至華融獲得戰略投資者入場後才有所緩和。除房地產市場和部分互聯網、教育、科技個體，下半年中資投資級市場一直較為穩定。

在高收益債方面，在恒大債券因負面新聞和評級下調走跌後，評級較低的中資房地產債持續走弱。銷售下滑疊加行業監管政策，自9月開始，中資高收益債連續下跌。尤其是10月初花樣年違約事件後，市場信心迅速惡化，整體板塊收益率已經高於歷次危機，接近2008年金融危機時的水平。

展望後市，中國投資級債券信用利差已經接近疫情前水平，相較與美國投資級債券，利差也較為合理，進一步推動信用利差大幅收窄的動能還需要觀察。在加息預期下，優質標的的含權和有票息重置條款的永續債將受到市場青睞。

在投資級債券當中，部分弱資質城投債長期仍有較多懸而未決的信用風險，我們對此持較為謹慎的態度。而有清晰業務規劃、財務穩健的央企和私企龍頭，是市場長期偏好的領域，也是我們重點研究和配置的方向。

對於房地產行業，市場普遍認為該行業的增速和盈利處於下行週期。房地產行業是一個投資驅動的行業，雖然近期中國出現融資政策放鬆信號，但由於中央一直對金融系統性風險非常重視，對於房地產行業而言，即使政策出現放鬆跡象，金融機構或會保持謹慎的觀望態度，未必能夠立刻傳導至償債層面，且更為偏重優質企業。該行業的政策核心仍是保專案，保交房。在此情景下，房地產行業信用主體之間將持續分化，國企和資質較好的民企有能力適時收購項目，資質差的企業將面臨償債和銷售下滑的雙重打擊。

2022年地產板塊美元債整體償債壓力較大，再融資未得到改善前，預計仍會不斷有房企違約或選擇展期或進行債務重組。信用分化、價格震盪的格局將會持續下去。從基本

來看，我們會審慎選擇財務可信度高、表外負債少、土儲優質、境內融資（尤其是銀行融資）佔比高的優質信用主體，在市場情緒差，存在超跌機會的階段，積極佈局以降低優質主體成本。展望後市，我們會密切關注政策轉向、開工和銷售等數據，以及預售資金監管政策的變化，以求把握基本面和技術面帶來的潛在反彈機會。

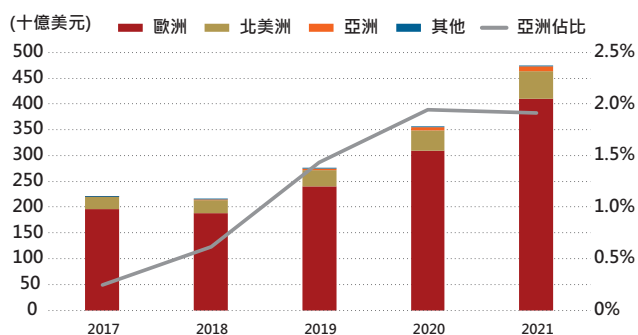
亞洲ESG債券市場

自2013年第一筆綠色債券發行以來，亞洲ESG美元債券總發行規模超過2,100億美元，而且在2021年更是有了爆發式增長，下半年尤為強勁，全年發行規模超過700億美元，其中7-12月發行量佔全年發行量的50%左右。在評級方面，投資級佔72%，高收益佔23%。若按國家統計，中國佔比將近40%，韓國日本近兩年規模亦迅速增長。

MSCI亞洲新興市場ESG加權指數風險調整後收益明顯優於比較基準。亞洲ESG債券的溢價(Greenium)相對於發達市場尚不明顯，潛力巨大。ESG主題固定收益基金持續受到資金追捧，過去三年規模快速增加。但目前亞洲所成立的固收ESG基金僅占全球的2%左右，空間巨大。

我們非常看好2022年該領域的投資機會，無論是發行量還是二級市場的歡迎程度，均會推動亞洲ESG債券的迅速發展。

圖 18: ESG債券基金規模



資料來源: 彭博，截至2021年12月底

其他新興市場

新興市場發行量2021年較高，信用表現整體中規中矩，儘管近期隨著全球風險偏好小幅調整，2021年表現依然較為穩健，尤其是大宗商品相關的發行人有較好表現。宏觀基本面上，預計多數經濟體在2022年將保持增長，但增速較

2021年或有所下降。然而緊縮的美元融資環境和強勢美元可能引發資本流出新興市場，這對經常帳戶較弱的新興國家匯率乃至新興市場本幣債券市場都是一個考驗。2022年，主要新興市場國家中巴西、哥倫比亞等國都將引來雙選舉，民粹主義是否繼續抬頭，以及相關政策和外部環境的變化皆是投資者關注的重點。



主要新興市場國家2022年展望



印度

2021年第二、三季度經濟增長分別達到了20.1%和8.4%，超出市場預期。市場過去擔憂疫情衝擊下印度財政赤字和增長之間存在矛盾，而當前這個矛盾已經逐漸緩解。印度準主權信用利差近兩個月收窄明顯，相對來說超額收益機會有限，對此我們維持中配。印度整體經濟的復甦利好一系列行業，比如經營持續改善、盈利進入上行週期，並具評級上調機會的發行人。行業方面，我們看好印度風能、太陽能等新能源，以及港口、通信、消費等機會。



印尼

由於下半年緊急的防疫措施，印尼2021年GDP增長預計不足4%，在東盟國家中相對較弱。較低的疫苗接種率和不穩定的電力供應均為印尼經濟復甦帶來不確定性，在當前較緊的估值之下，我們建議對印尼主權和準主權債券維持低配。



馬來西亞

隨著疫苗接種推進和較低的基數，我們認為2022年馬來西亞的經濟增長有望加速，且經常性帳戶盈餘的狀態有望維持，其準主權債在歷次的市場波動中均呈現了較為堅韌的一面，但由於估值較貴，我們建議對馬來西亞主權債維持中配。



巴西

為抵禦通脹，巴西央行進行了連續和較大幅度的緊縮，供應緊缺等因素對2022年巴西經濟帶來壓力，預計GDP增長會有所下降。在政局方面，根據民調巴西選民對中間派支持較少，此前數次選舉中的極端選舉言論，對巴西股票、債券和外匯市場產生衝擊。在巴西經常性帳戶尚未明顯改善之前，預計外匯以及主權信用利差在2022年前三季度會比較震盪，因此投資者可待選舉落地、以及通脹和利率觸頂後捕捉反彈機會。

配置策略

 經濟情景	 分析	 配置策略
樂觀 	經濟活動快速復蘇，需求旺盛導致通脹繼續高企。美國國債收益率預計可以走寬50bps以上，隨著預期被消化，整體利率曲線可能呈先陡後平的態勢，發達國家投資級債券利差略有收窄，新興市場和高收益債券利差小幅收窄。	適當超配新興市場和高收益策略組合。
中性 	經濟活動可以大體維持，通脹有所緩解，美國國債利率預計走寬25bps以上，投資級債券、新興市場和高收益債券市場因應流動性和估值變化小幅走寬。	進行中性配置，維持一定的票息，以穩健均衡的策略為主。
悲觀 	疫情惡化導致大規模的經濟停擺。中國因較強的疫情控制能力，遭受的影響較低。相較於發達國家，衛生條件和疫苗接種率落後的新興市場將受到更大衝擊。我們預期美國國債收益率有機會收窄30bps，發達國家投資級債券利差走寬25bps，流動性高的新興市場債券利差走寬30-50bps，高收益價格下跌2-5pt。美國國債跑贏其它美元資產，新興市場中中國明顯跑贏其它市場。	採取存續期較長和安全性較高的信用配置策略。
滯脹 	如果病毒拖累經濟，並造成供應鏈瓶頸，導致嚴重滯脹。在此情景下，無論權益資產還是固定收益資產均不能很好補償投資者風險。	建議以現金類配置為主。

關於華夏基金（香港）

華夏基金(香港)有限公司(「華夏基金(香港)」)為華夏基金管理有限公司的全資子公司,於2008年9月在香港註冊成立,是首批獲准在港展開資管業務的中資基金公司。華夏基金(香港)也是首批RQFII基金管理人,並於2015年取得中國保監會「保險資金境外受託人資格」,成為首家為保險機構提供境外投資管理服務的中資基金公司。

隨著內地資本市場逐漸開放,中國資本流動的雙向開放,全球市場與中國內地市場及投資者之間的關係日漸深化。華夏基金(香港)作為香港頂尖的中資基金公司,憑藉多年來的投資經驗及投研團隊的穩定實力,匯聚股東公司在中國內地的優勢、服務與脈絡關係,致力在港發展離岸及跨境資產管理業務,成為中國與世界接軌的金融橋樑的中流砥柱之一,促進全球金融市場一體化。華夏香港致力於成為多元化、全

球化的綜合資產管理公司。自成立至今,公司實現了全面的國際化業務佈局,建立了涵蓋長倉基金、對沖基金、交易所買賣基金(ETF)、槓桿/反向產品、債券基金和專戶的多元化產品線,以及全力發展投資顧問服務,務求提供多類型產品或服務選擇予香港、大中華區、亞太區、以至歐洲、美國等地的個人及機構投資者。

華夏基金(香港)深信以客戶為上的服務理念,不論面對個人投資者或機構投資者,永遠以瞭解客戶的需要作為提供優質服務的第一步及最重要的一步,量身裁衣,選擇適合的投資策略為客戶管理財富。華夏基金(香港)一直遵循嚴謹的投資流程,為投資者謀求長期穩定優異的收益,多年來屢獲業界殊榮,引證團隊在業內的領導地位,為境外市場具有影響力的中資基金管理公司。

《Benchmark》年度基金大獎2021

傑出基金經理 - 亞洲債券
- 蔡靖

實物ETF - 同類最佳獎
- 滬深300指數ETF

《Benchmark》年度基金大獎2020

中國股票 - 傑出表現獎
- 新視野中國A股基金

《中國證券報》中國海外基金金牛獎2020

一年期金牛海外中國債券基金
- 精選亞洲債券基金

《Insights&Mandate》專業投資大獎2020

傑出業績表現大獎
- 中國對沖基金(5年)

《Asia Asset Management》Best of the Best Awards 2020

最佳新ETF
- 納斯達克100指數每日反向(-2x)產品

《財資》Triple A Sustainable Investing Awards 2020

最佳ETF供應商



免責聲明：

本資料僅供指定收件人之資訊及參考之用，並不構成投資於任何證券的邀約。本資料有關基金內容 (如有) 不適用於在限制該內容之發佈的區域居住之人士。任何人士均不得視本資料為構成購買或認購參與基金股份的要約或邀請，也不得在任何情況下使用基金認購協定，除非在相關司法管轄區內該邀約和分發是合法的。非香港投資者有責任遵守其相關司法管轄區的所有適用法律法規，然後繼續閱讀本資料所包含的資訊。

本資料所載之資訊僅反映現時市場狀況及華夏基金（香港）有限公司（「本公司」）於編制資料當日的判斷，並不代表對個券或市場走勢的準確預測，而判斷亦可隨時因應個券或市場情況變化而更改，恕不另行通知。于製作本資料時，本公司依賴及假設公共媒介提供的資料的正確性及完整性。本公司認為本檔所載資料為可靠的；然而，本公司並不保證該資料的完整性及準確性。本公司或其聯營公司、董事及雇員概不對於本資料內所提供之資訊的任何錯誤或遺漏負上任何責任，且本公司不應就任何人士因依賴或使用該等資料而招致的任何損失負責。

投資涉及風險。過往業績不代表將來表現。基金價格及其收益可升可跌，概不能保證。投資價值亦可能受到匯率影響。投資者可能無法取回原本的投資金額。

本資料並未經香港證監會審閱。發佈人：華夏基金(香港)有限公司。在未經華夏基金(香港)有限公司同意前，不得複印，分發或複製本資料或本資料內任何部份內容給予預定收件人以外的任何人士。

香港花園道1號中銀大廈37樓

www.chinaamc.com.hk

華夏基金（香港）有限公司

電話: (852) 3406 8688

產品查詢及客戶服務

電話: (852) 3406 8686

電郵: hkservice@chinaamc.com

關注我們：華夏基金香港



微信



LinkedIn



Facebook



華夏基金(香港)
China AMC (HK)

