



# 2022年下半年 投資展望

# 目錄

---

致投資者的信 03

---

中國股票市場 04

2.1 上半年市場回顧

2.2 下半年市場主要影響因素

2.3 下半年展望及配置策略

---

全球固定收益市場 11

3.1 上半年市場回顧

3.2 下半年市場展望

3.3 投資機遇與配置策略

---

關於華夏基金(香港) 16





## 致投資者的信

尊敬的投資者：

2022年上半年註定是一段足以載入史冊的時光。俄烏局勢的陡然升級和中國內地新冠疫情的急劇升溫，為原先已然動蕩的金融市場再添波瀾。海外持續高通脹的背景下，主要發達經濟體的貨幣緊縮進程持續超出市場預期，不僅給全球經濟的增長前景蒙上陰影，也使得金融市場的波動顯著增大。

中國股票市場在2022年初受益穩增長環境下的經濟復甦預期，一度領漲全球主要股票市場。然而，隨後爆發的俄烏衝突和內地新冠疫情引發投資者對中國經濟的增長前景，以及中國市場潛在的地緣政治風險的擔憂。中國股票市場2月中下旬開始受內外部因素影響，呈現寬幅震盪走勢。得益於較低的估值和中國持續出台的穩增長政策，中國股票市場在衝擊發生後展現出極強的韌性，屢次在深度調整後出現大幅反彈。市場的高波動極大地增加了投資難度，華夏香港股票團隊憑藉極高的專業水準和辛勤付出在動蕩的市場環境中延續了穩健的投資表現，也為在2022年下半年給您創造更好的投資收益奠定了堅實的基礎。

作為2022年最大的灰犀牛，在能源等商品供應緊張的推波助瀾之下，海外通脹持續升溫。主要發達國家的央行已經不再是“好好先生”，全面加速貨幣政策的立場切換。除了部分新興市場以外，國債利率上揚，利差走寬，全球主要債券市場在2022年上半年皆嚴重受創，我們在久期和信用方面均採取了較為防禦性的佈局，不同債券產品的回撤幅度均小於相關指數。

展望2022年下半年，海外經濟體的高通脹及貨幣緊縮仍將對全球金融市場產生重大影響。隨著內地疫情大幅改善，中國經濟的增長動能有望恢復。而穩增長政策的力度不斷加碼，疫情緩解後政策的效果也將明顯提升，我們判斷年內中國經濟增長的低點和中國股票市場最艱難的時段已經過去。伴隨下半年中國經濟的復蘇，中國股票市場抵禦外部衝擊的能力也將有所增強，我們對中國股票市場下半年的表現充滿期待。

海外債券市場方面，主要發達國家供需皆弱，存在經濟增速下行的概率，滯脹風險不可忽視。儘管美聯儲對經濟的描述是轉弱而非衰退，我們仍需要對美國零售、服務業、房屋在內的多個經濟指標進行密切的關注。由於目前利率波動性仍未出現穩定下行趨勢，我們對美元利率久期仍然持中性偏謹慎態度。信用方面，我們更為偏向優質的短久期投資級債券。

此外，ESG是全球重要的投資趨勢，我們在2022年上半年完成了股票投資和債券投資ESG體系的搭建，投研團隊也更多地將ESG理念融入日常工作中，公司全體員工對ESG的重視程度大幅提升。目前我們正在籌備多只ESG產品，並將在2022年下半年和2023年陸續推出。

道阻且長，行則將至。我們期待與您並肩同行，一同見證資本市場的發展，分享經濟增長的紅利！

華夏基金(香港)有限公司



# 中國 股票市場



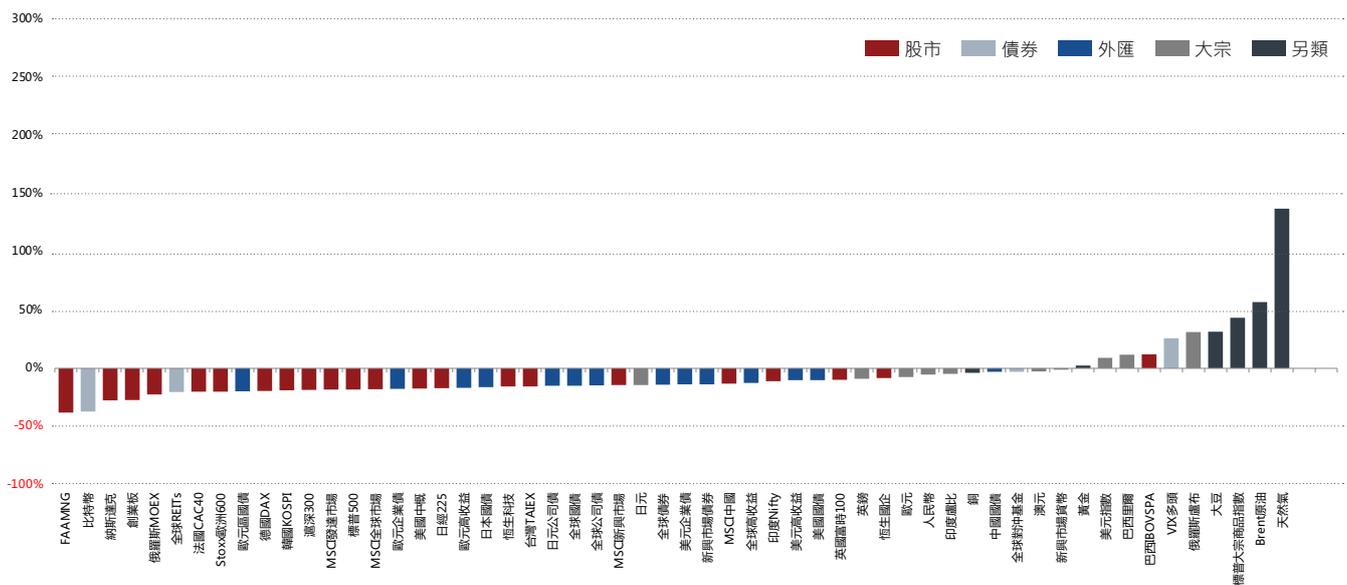
景然  
投資經理



張鈞  
研究部主管

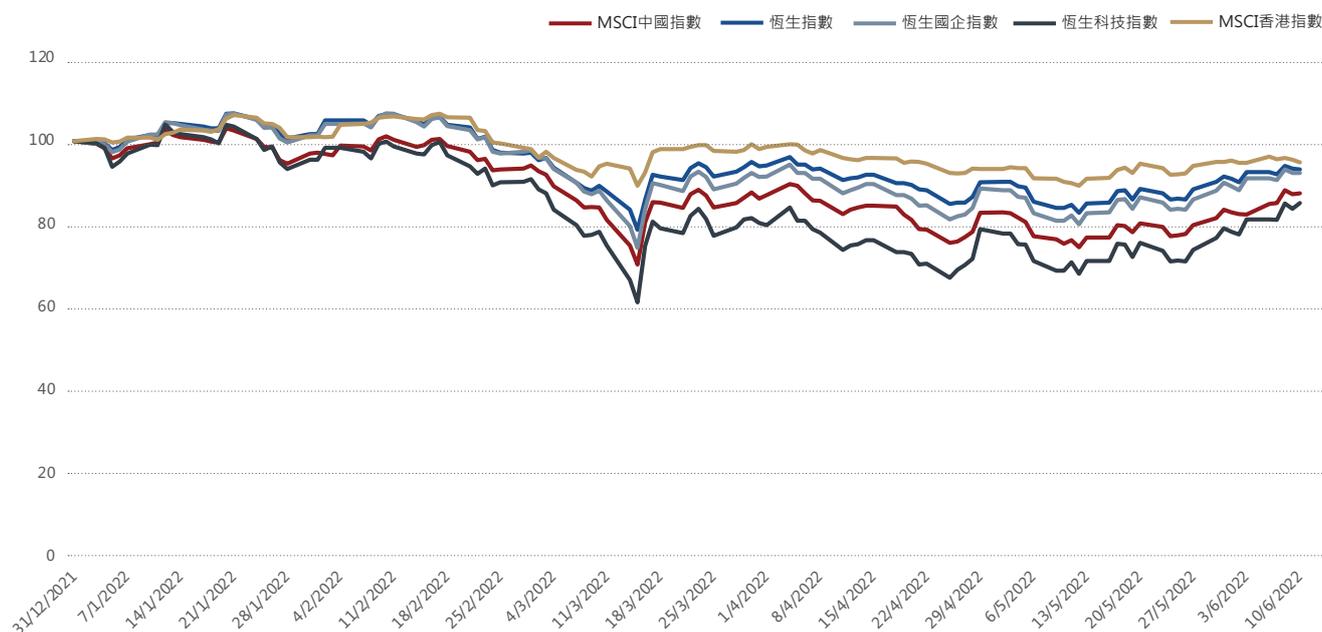
## 2022年上半年中國股票市場回顧

圖1：2022年上半年全球主要資產表現



數據來源：Factset, Bloomberg；截至6月10日

圖2：2022年上半年海外中資股市場表現



數據來源：Bloomberg；截至6月10日

## 上半年市場五大階段

2022年上半年海外中資股市場呈現寬幅震盪，整體表現好於多數海外股票市場。市場走勢可以大致分為5個階段：

### 1. 年初-2月17日：穩增長政策下經濟復甦預期帶動的估值修復行情

海外中資股市場在2022年初，受內地穩增長政策及市場已大幅調整等積極因素推動，表現一度領先全球。中國1月信貸數據大幅高於市場預期，能源、金融、基建、電訊等高股息價值板塊表現亮眼。

### 2. 2月18日-3月15日：行業監管擔憂疊加俄烏衝突導致的市場劇烈調整

1月信貸數據發布後，新能源、醫藥、科技等成長板塊出現反彈。到2月中下旬，發改委等部門政策文件中關於引導外賣等互聯網平台企業進一步下調餐飲業商戶服務費標準，再度引發投資者對中國互監管政策的擔憂，而俄烏局勢的意外升級使得部分投資者擔心對中國潛在的溢出效應。疊加香港新冠疫情的升級，海外中資股市場在2月中下旬至3月中的近1個月的時間內劇烈下跌。

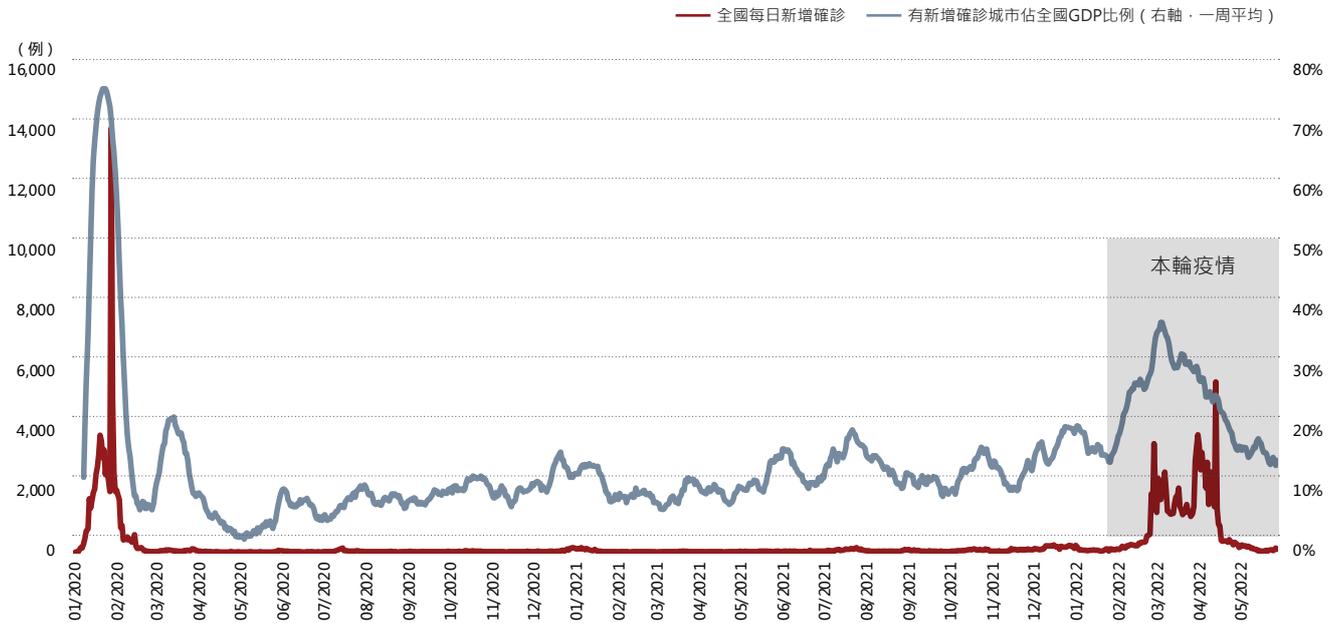
### 3. 3月16日-4月4日：國務院金融委會議回應市場擔憂後的反彈行情

3月16日，副總理劉鶴主持召開的國務院金融穩定發展委員會專題會議關於宏觀經濟運行、貨幣政策發力、房地產風險化解、平台經濟治理、中概股監管溝通和香港金融市場穩定等問題的表述，以及隨後財政部表示年內不具備擴大房地產稅改革試點城市的條件，極大地提振了市場參與者的信心。海外中資股市場在3月16日當天出現大幅反彈，並在隨後數週受俄烏局勢出現緩和跡象、中美在中概股審計監管上取得積極進展等信息帶動，延續了上漲的走勢。

### 4. 4月5日-5月12日：疫情升溫下中國宏觀經濟增長擔憂帶動的新一輪調整行情

3月下旬開始，內地疫情多點散發，尤其是上海疫情的大幅升級及之後的封控措施，引發了投資者對中國經濟增長和企業盈利前景的擔憂。4月經濟數據也創出新低。並且在美聯儲釋放鷹派信號的影響下，人民幣出現貶值。海外中資股市場在這一階段呈現震盪下跌的走勢，期間在4月29日受政治局會議“加大宏觀政策調節力度，努力實現全年經濟社會發展預期目標”、“完成平台經濟專項整改，出台支持平台經濟規範健康發展的具體措施”和“及時回應市場關切，保持資本市場平穩運行”等內容提振一度大幅反彈。然而，5月初北京疫情防控措施升級、政治局常務會議重申“毫不動搖堅持動態清零總方針”，再度引發部分投資者對內地疫情防控措施的經濟影響的擔憂，疊加海外市場的大幅調整，海外中資股市場再度下行。

圖 3: 中國新增確診病例數及有新增確診城市的GDP佔比

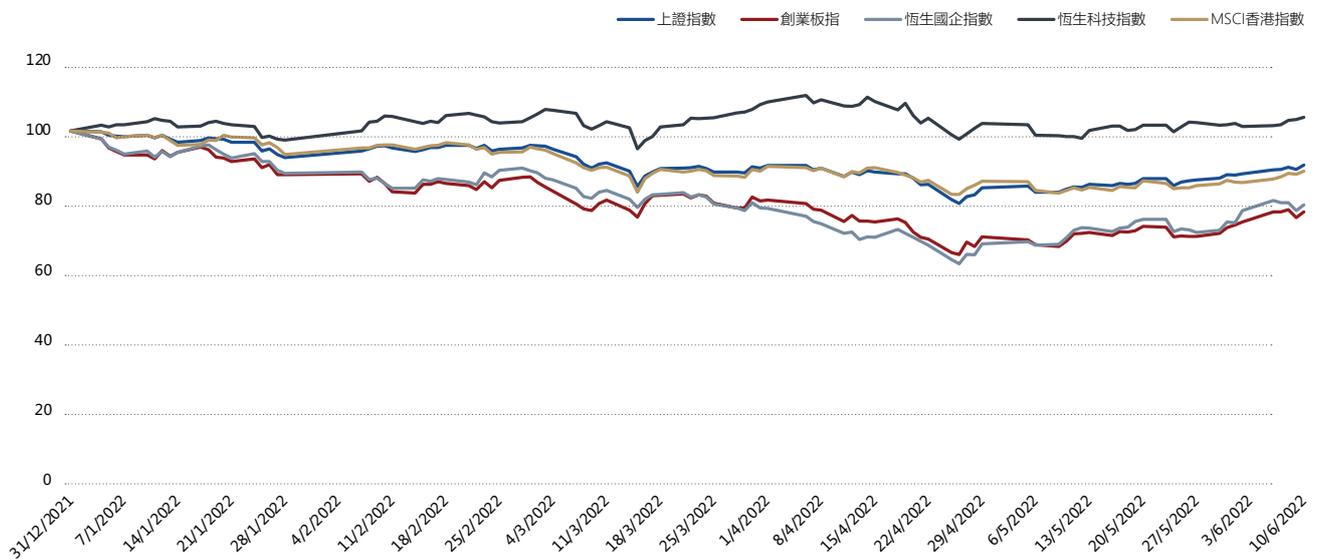


數據來源：Wind · 截至2022年6月12日

5. 5月13日至今：疫情顯著改善後經濟恢復預期疊加更多穩增長措施推動的市場反彈

中國內地新增確診及無症狀感染病例數在5月中旬回落至2000例以下。上海在5月中旬基本實現社會面清零，有序推進復工復產，並在6月1日開始解封，而北京的疫情也基本得到控制。內地疫情對經濟活動的影響大幅減弱，高頻經濟數據邊際改善，市場信心明顯恢復。與此同時，中國央行將5年期LPR下調15個基點，以促進中長期貸款需求的恢復，同時部署引導和支持加大貸款投放。國務院召開全國穩住經濟大盤電視電話會議，再次釋放明確的穩增長信號。全國範圍內多地推出汽車、手機等稅收減免及消費補貼政策，刺激消費需求回暖。疊加更多支持互聯網平台企業健康發展的信號，以及多家互聯網巨頭1季度盈利超預期，海外中資股從5月中旬開始大幅反彈，同期表現顯著好於全球其他主要市場。

圖 4: 2022年上半年A股市場表現



數據來源：Bloomberg；截至6月10日

2022年上半年A股市場整體走勢與海外中資股接近，市場走勢更多受到內地疫情顯著升溫及防控措施升級等宏觀因素的影響，受到外部衝擊的影響更小。4月底政治局會議後，以科創50為代表的A股成長股率先開啟獨立反彈行情，且在5月上旬海外市場大幅下跌的過程中受到的影響明顯小於海外中資股市場。

在今年以來動蕩的市場環境中，以紅利指數為代表的高股息價值股的表現顯著好於以創業板指和科創50為代表的成長股。能源、基建、銀行、有色等價值板塊在上半年表現領先，而電子、計算機、傳媒、軍工等成長板塊在上半年表現落後。新能源和電動車板塊進入2022年後出現了深度調

整，但由於相對較高的行業景氣度和持續推出的行業支持政策，在4月底開始的上漲行情中反彈幅度也比較大。

整體上看，2022年上半年中國股票市場在中國穩增長和海外加息的大環境下，整體呈現寬幅震盪走勢，價值股在多數時間跑贏成長股。儘管我們先前對中美關係可能引發市場波動已經有較為充分的預期，俄烏局勢和中國內地新冠疫情這兩個突發因素對中國股票市場的衝擊則更為顯著。相對海外市場，中國股票市場在2022年上半年內外部因素導致的短期衝擊緩和後，受益較低的估值水平和持續推出的穩增長政策，均出現明顯的估值修復行情，展現出更強的韌性。

## 2022年下半年市場主要影響因素

### 內地疫情及防控政策將是決定下半年中國股票市場走向的重要因素

中國內地新冠疫情的大幅升級是2022年上半年對市場走勢影響最大的內部變量。奧密克戎毒株的高傳播性對中國的在過去兩年非常成功的“動態清零”政策構成極大挑戰，上海疫情的爆發更是引起投資者對經濟增長前景的擔憂。中國短期經濟基本面的相對轉弱，在海外發達國家持續的貨幣緊縮政策下，也在短期對人民幣形成了較大的貶值壓力。隨著中國多地實行常態化核酸檢測，提高疫情防控精準性和及時性，後續其他地區出現類似上海的大規模疫情爆發的概率較低，但仍然存在發生零散疫情的可能，內地疫情對中國經濟的影響仍然存在一定不確定性。

我們預期中國仍將在未來一段時間繼續堅持“動態清零”的防控政策，同時將通過進一步提高居民的疫苗接種率（尤其是目前接種率偏低的老年群體），加速推進序貫疫苗、口服新冠藥的研發，以及大城市15分鐘核酸“採樣圈”和全國範圍內方艙醫院等基礎設施的建設，完備中國疫情防控的工具箱，為未來防疫措施的放鬆和與全球其他地區的重新開放做好準備。我們將關注即將在下半年召開的北戴河會議和中共二十大上的政策方向的表述。隨著時間的推移，我們預期新冠疫情對中國經濟的影響將逐步減弱，而海外投資者對中國股票市場的關注也將明顯提升。

### 穩增長政策效果和中國經濟復甦斜率將影響後續市場上漲空間和節奏

2021年四季度以來，中國進入新一輪寬鬆週期，但內地新冠疫情防控措施的升級對中國二季度的經濟增長和企業盈利造成巨大衝擊。5月份後半段以來，隨著內地疫情持續改善，復工復產穩步推進，中國高頻經濟數據明顯改善，疊加全國範圍內更大力度的穩增長措施，中國5月PMI、貿易數據及信貸數據均好於預期，但實體經濟的內生融資需求仍然相對疲弱，有待進一步恢復，而海外需求下行背景下後續出口增長也存在一定壓力。

4月底的政治局會議以來，中國股票市場受上述利好因素和互聯網行業監管的積極信號帶動，整體表現好於全球其他主要市場，投資者對中國疫情緩和後的經濟復甦展現出較為樂觀的態度。截至目前，中國股票市場已經基本收復了4月以來內地新冠疫情及防控措施升級為主要因素導致的下跌，市場估值從極端偏低的水平出現一定修復。中國股票市場進一步的上行空間，不僅需要中國經濟從4月份的低點出現邊際改善，更需要實體經濟融資需求和居民消費恢復的節奏有進一步的改善。如果後續中國經濟恢復的斜率不及預期，中國股票市場的上漲行情難免出現反復。但考慮中國政府穩增長的決心和強大的執行力，我們對中國經濟後續復甦的進程謹慎樂觀。

## 海外政策、市場走勢及地緣政治的不確定性仍將對中國股票市場形成擾動

2022年以來，以美國為代表的海外市場進入加息週期，俄烏局勢的意外升級引發的大宗商品價格上漲等因素，可能通過推升美元指數和美債利率對全球資金流向產生影響，同時其引發的全球經濟增長放緩和海外金融市場下跌也可能對中國市場產生擾動。美國5月CPI同比增長8.6%，市場對美聯儲的加息預期升至本輪週期的最高水平。而美國6月密歇根大學消費者信心指數僅為50.2，創歷史新低且大幅低於市場預期，顯示出高通脹對美國消費者購買力預期和消費情緒的負面影響。此外，歐央行6月會議上調通脹預期，態度較市場預期更為鷹派。海外持續的高通脹以及貨幣緊縮政策導致的股票市場估值下行的壓力和投資者對經濟衰退的擔憂將對

下半年海外金融市場的走勢形成衝擊。儘管2022年初以來美股在大幅調整後估值水平較去年底明顯下降，但後續美國企業盈利預期的大概率下修仍將導致市場在下半年的波動率保持在較高水平。

此外，俄烏局勢、中美關係及其他地緣政治風險的發展仍然存在較高的不確定性。我們認為中美關係在短期大幅升級和激化的概率較低，但在雙方下半年國內都有重大政治事件的情況下，相互退讓的空間也較為有限。中美關係將在中長期持續對中國股票市場的走勢產生影響，後續美國《加速外國公司問責法案》(Accelerating Holding Foreign Companies Accountable Act)能否最終出台以及中美在中概股跨境審計監管的問題上能否取得積極結果將對海外中資股的市場走勢產生直接影響。

## 2022年下半年市場展望及配置策略

### 我們對2022年下半年中國股票市場的表現謹慎樂觀

圖 5: MSCI中國指數前瞻市盈率

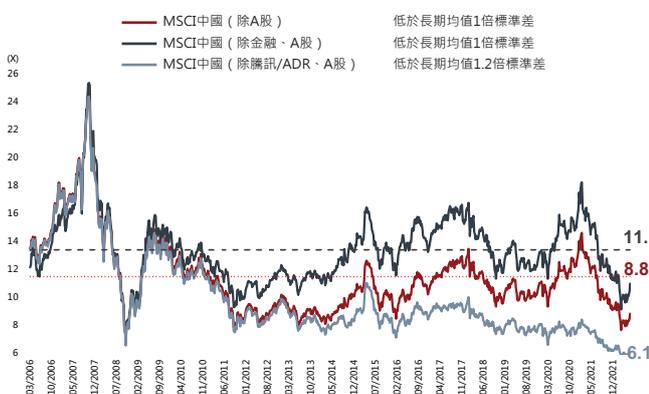
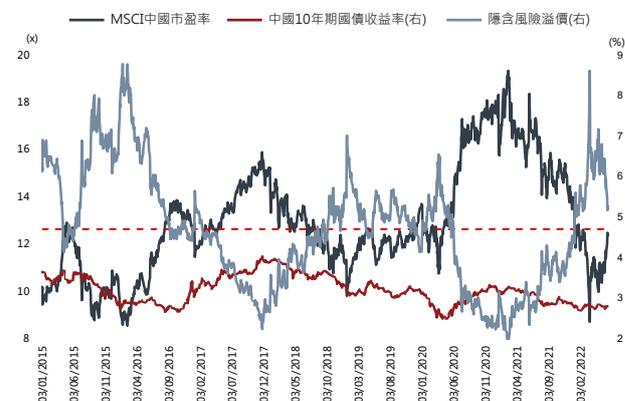


圖 6: MSCI中國指數權益風險溢價

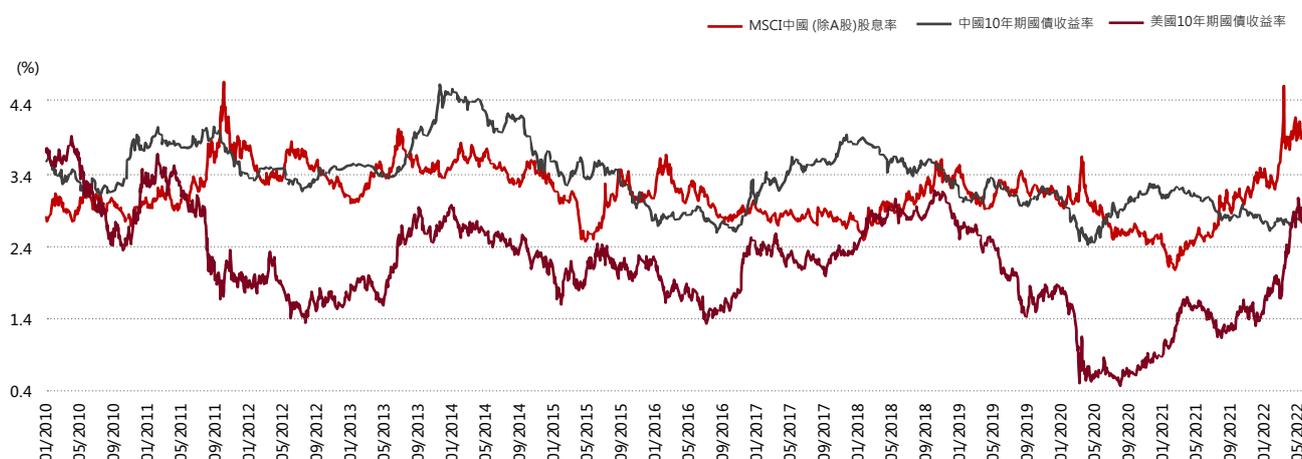


### 海外中資股市場潛在上行空間更大，但更易受外部因素擾動

海外中資股市場經過5月以來的反彈，估值從極端偏低的水平有所修復，但仍處於歷史低位。MSCI中國指數(除A股)的股息收益率達3.7%，明顯高於中國10年期國債2.8%左右的

收益率。考慮到上半年對海外中資股市場形成大幅衝擊的內外因素多數已經明顯改善，我們預期海外中資股市場的年內低點大概率已經出現，後續市場將整體呈現震盪上行的走勢，而上漲節奏則受到中國經濟復甦進程及海外環境的影響。

圖 7: MSCI中國指數(除A股)股息率



數據來源：Factset, Bloomberg；截至6月13日

經過1年多的持續調整，投資者持有的海外中資股倉位已經處於明顯偏低的水平，市場對風險已經有較為充分的預期。互聯網、房地產等先前受到嚴格監管的行業的政策導向已經發生明確轉變，相關行業的增長前景將迎來改善。同時，市場的盈利預測已經調整到較為合理的水平，二季度受國內疫情影響有望成為未來一段時間的盈利低點。隨著中國內地疫情改善、行業監管政策轉暖及穩增長政策持續落地，投資者的持倉也有望提升。如果中國能夠在今年四季度初步完成防疫工具箱的準備，釋放更為明確的逐步減少疫情防控措施的信號，將加速投資者對海外中資股的倉位回補，並將推動市場估值水平的提升。

儘管我們對海外中資股市場在2022年下半年出現盈利和估值修復較為樂觀，外部不確定性仍然值得關注。中概股跨境監管上達成最終的解決方案、中國經濟修復的速度、中國新的穩增長政策、以及更多互聯互通的利好政策，是我們下半年持續關注的事件。

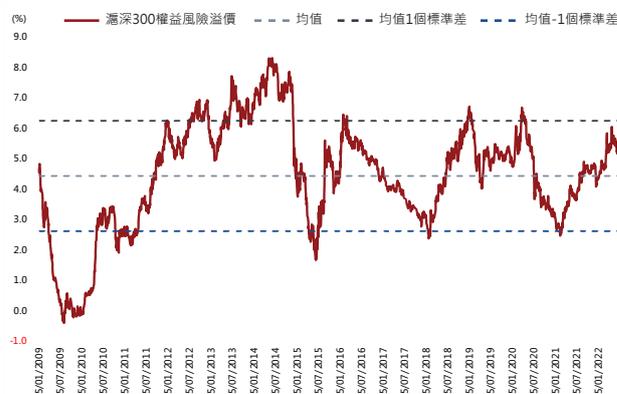
## A股市場估值處於合理偏低水平，行業分佈更符合中長期發展方向

圖 8: 滬深300指數前贖市盈率



數據來源：Factset, Bloomberg；截至6月10日

圖 9: 滬深300指數權益風險溢價



數據來源：Factset, Bloomberg；截至6月10日

A股市場走勢受外部衝擊的影響相對更小。當前A股市場的估值處於合理偏低的水平，但低估程度小於海外中資股市場。目前機構投資者持有A股的倉位仍然相對較高，並且在賽道股上的集中度仍然偏高，以新能源、電動車為代表的成長行業經過過去1個多月的大幅反彈後，股價繼續上行的空間相對有限。總得來說，A股市場短期抵禦外部衝擊的能力強於海外中資股，但上行空間也相對有限。

中長期的角度看，A股市場由於新能源、半導體等先進製造行業相關的上市公司數量眾多，更加符合中國當前的發展方向，

在中國新興產業發展的進程中將有大量的投資機會。從下半年相對短期的角度看，中國政策發力的重點仍然是穩增長，而傳統價值板塊在邊際上受益政策利好的程度或將大於先進製造行業。儘管先進製造行業的景氣度仍然維持在較高水平，但投資者較為充分的預期和較高的持倉比例將在一定程度製約相關公司股價在短期的上漲空間。相較海外中資股市場，A股市場在2022年下半年上行的驅動力相對有限。

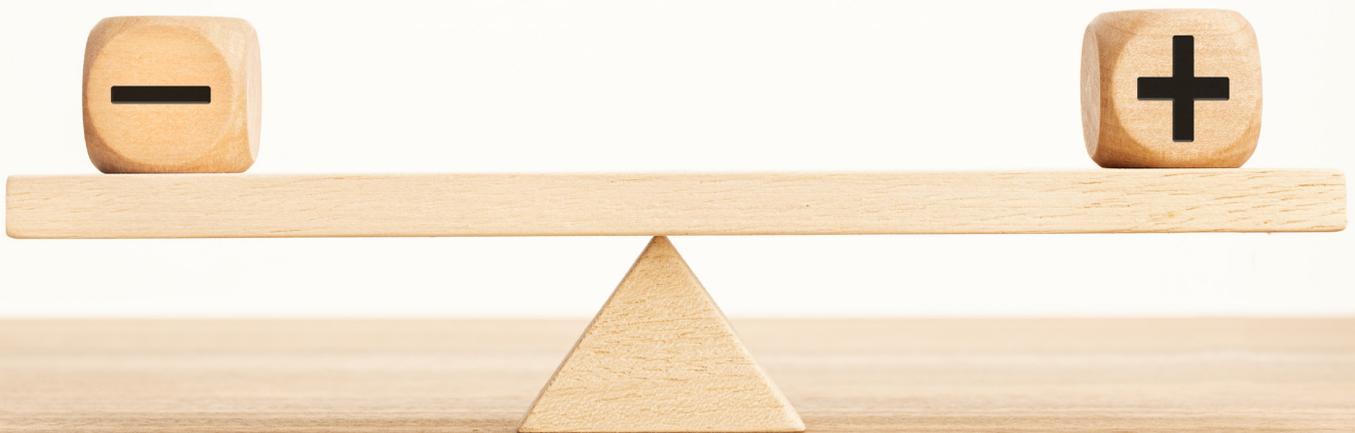
## 2022年下半年應在不同板塊和主題間均衡配置

2022年以來，以能源、電訊、金融等為代表的高股息價值板塊大幅跑贏成長板塊，與我們年初市場展望中的判斷一致。考慮到海外市場仍處加息週期，通脹壓力仍未明顯消退，2022年下半年海外市場大概率仍將呈現高波動的態勢，對中國股票市場的擾動也將延續。同時，中國的穩增長政策仍將持續發力，內地疫情得到控制後寬鬆政策的效果有望明顯改善。傳統價值板塊避險和受益穩增長政策的屬性將在2022年下半年延續，考慮當前仍然吸引的估值水平，我們預期價值板塊大概率仍將在2022年下半年繼續為投資者提供穩健的絕對收益。

與此同時，成長板塊經過2022年上半年的大幅調整，多數行業的估值水平已經處於歷史低位，同時國內疫情導致的二季度盈利低點間接使得成長板塊的盈利預測下調到相對合理的水平。投資者對二季度的盈利低點已經有充分預期，多數行業的盈利基數大幅下降，對應今年下半年的盈利環比和同比都有望實現大幅增長。最近一輪市場反彈中，以互聯網為代表的海外中資股中的成長板塊受益長倉基金倉位回補和空頭平倉，漲幅明顯高於市場。隨著以互聯網為代表的成長板塊盈利和政策不確定性的減弱，我們預期這一趨勢有望在下

半年得到加強。以生物醫藥和醫療器械為代表的醫藥成長股年內受市場環境和疫情影響，股價和估值也已經調整充分，具備良好發展前景的龍頭公司中長期的投資機會已經出現。新能源、電動車等先進製造業由於行業景氣度和投資者的預期和倉位都處於相對高位，股價進一步上漲的空間有限，但如果出現深度調整將會有更好的投資機會。電子相關行業由於手機、電腦等銷量不及預期且仍處下修過程，儘管股價和估值已經回落到歷史低位，但更好的投資機會仍有待更加明確的行業復甦跡象的出現。

從主題投資的角度，我們建議投資者關注先前疫情受損板塊的反轉機會，包括旅遊、酒店、航空、餐飲、零售等。隨著內地疫情改善和防疫工具箱的完善，後續中國防疫政策有望逐步放鬆，相關行業和公司盈利有望修復。但考慮到上述行業部分公司的資產負債表在疫情期間受損嚴重，我們建議投資者把握相關投資機會時應更多從自下而上的角度仔細甄別。此外，2022年作為“國企改革三年行動”收官之年，國有企業兼併重組、混改、激勵等改革方案有望加速推進，過程中亦會存在較多的投資機會。但相關投資機會的把握難度較大，投資者應從主題投資的角度謹慎參與。



# 全球固定 收益市場



蔡曉暉  
投資經理



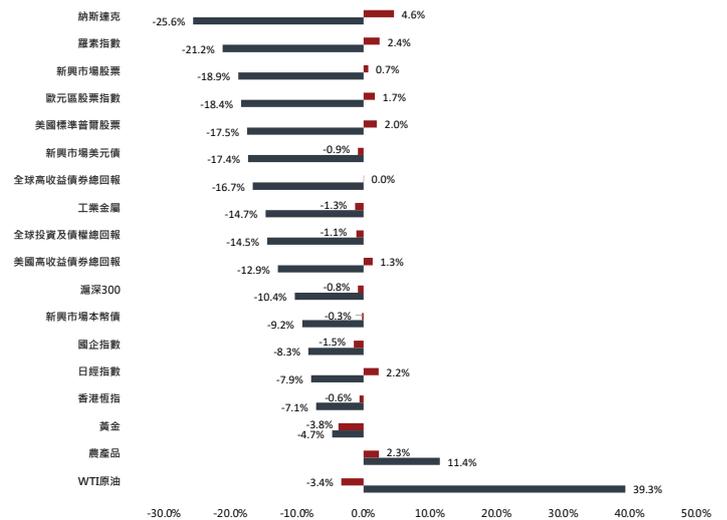
王子贊  
投資經理

## 2022年上半年全球固定收益市場回顧

2022年上半年多數金融資產表現受挫。美聯儲原本的有序加息和流動性收緊計劃，需要商品與服務供需恢復的支持，但卻被俄烏戰爭、超預期的通脹指標等因素打斷。我們去年年底策略中預測了美元利率和利差同時走寬為基本情景，如今宏觀形勢和資產價格向著滯漲的情景不斷演繹。四十多年不見的通脹水平引發拜登的高度關注，並不斷給美聯儲施加壓力。

整體上來看，實物資產普遍跑贏金融資產。由於供不應求，特別是以能源為主的大宗商品在人為製裁下出現較大的供應缺口，因此延續去年的強勢，回報持續居於各類資產的前列。而金融資產方面，由於G7央行紛紛回歸貨幣政策正常化，導致貨幣緊縮週期共振，名義利率上升速度加快。金融資產中無論是較為安全的資產，如美國國債、發達國家投資級債券，亦或是風險資產，如美股、新興市場股票等，無一例外皆出現較大幅度的回撤，過去發達國家股債負相關性的常態被打破。2022年初至今，彭博全球債券總回報指數錄得-14.49%的總回報，說明流動性走弱和宏觀事件疊加給市場帶來了更大的衝擊。

圖 10: 2022年初至今大類資產回報



數據來源：華夏基金、彭博，截至2022年7月8日

## 全球固定收益資產表現

1. 匯率市場：相較於避險類幣種瑞郎、日元，更具商品屬性的新興市場貨幣如俄羅斯盧布、巴西雷亞爾、秘魯索爾跑贏。加息和縮表最激進的美元相對多數發達國家匯率有所升值。

2. 利率市場：主要發達國家裡面，各期限國債收益率快速上行。美國國債上行幅度高於歐洲，受加息影響最直接的1-3

年期國債抬升幅度最大，超過中長端曲線。表明短期流動性收緊預期和長期增長前景擔憂同時提升，符合滯脹特徵。

3. 美元信用債市場：避險情緒推動美元信用債券利差從2021年年底相對偏貴的估值水平修正，美國高收益債券指數信用利差由317bps走寬至487bps，高評級公司債指數利差由89bps走寬至146bps，均從近5年最窄位置附近，調整至5年估值均值更寬的位置。在利率和利差雙重打擊下，總回報方面無一例外出現了較大幅度的回撤。

圖 11: 各國國債表現

美國	現值%	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2年	3.41	268	0.15	3.42
5年	3.52	226	0.60	3.58
7年	3.48	204	0.89	3.54
10年	3.38	187	1.13	3.44
30年	3.35	145	1.66	3.41

中國	現值%	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2年	2.37	-8	2.18	2.86
5年	3.59	1	2.34	3.03
7年	2.81	0	2.61	3.16
10年	2.82	4	2.68	3.18
30年	3.28	-5	3.22	3.80

德國	現值%	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2年	1.15	177	-0.79	1.17
5年	1.49	194	-0.78	1.51
7年	1.53	188	-1.15	1.54
10年	1.63	181	-0.52	1.63
30年	1.72	152	-0.13	1.72

英國	現值%	YTD變動bps	52周低點%	52周高點%
2年	2.12	143	0.03	2.15
5年	2.23	141	0.20	2.23
7年	2.39	160	0.33	2.40
10年	2.53	156	0.48	2.54
30年	2.64	152	0.76	2.65

數據來源：華夏基金、彭博，截至2022年6月14日

圖 12: 各板塊債券指數表現

板塊指數	2019年	2020年	2021年	2022年至今回報
高盛個月期限貨幣市場指數	2.4%	0.7%	0.2%	0.3%
美國國債	7.0%	8.2%	-2.4%	-8.7%
全球債券總回報指數	5.6%	9.5%	-6.6%	-11.5%
美國投資級	14.2%	9.8%	-1.0%	-13.2%
美國高收益	14.4%	6.2%	5.4%	-10.6%
亞洲美元債	12.0%	7.1%	-3.1%	-10.4%
亞洲投資級	11.0%	7.3%	0.0%	-8.3%
亞洲高收益	14.4%	8.8%	-19.7%	-18.9%
中資投資級	10.5%	6.6%	-0.2%	-7.5%
中資高收益	14.5%	9.4%	-33.3%	-28.4%
中國地產高收益	14.9%	8.7%	-37.2%	-31.2%
亞洲美元主權債	16.1%	5.2%	0.2%	-14.8%
亞洲A評級	10.0%	7.7%	-0.9%	-8.2%
亞洲BBB	13.4%	7.5%	0.8%	-9.5%
亞洲BB	13.8%	6.5%	-5.3%	-13.0%
亞洲B	15.0%	10.7%	-34.7%	-26.3%
亞洲高收益	14.7%	8.8%	-18.3%	-19.3%
拉美公司債	14.0%	8.1%	0.2%	-11.0%
東歐和中東公司債	14.2%	7.5%	1.7%	-21.3%
EMEA IG 投資級別	11.4%	7.9%	-0.9%	-25.0%
Latam IG 投資級別	15.9%	5.4%	-1.3%	-13.8%
EMEA HY 高收益	14.7%	9.0%	1.9%	-20.5%
Latam HY 高收益	12.2%	9.0%	1.4%	-9.2%
歐美優先股	17.4%	10.2%	2.2%	-12.5%
美元二級資本債	12.3%	5.7%	-4.0%	-13.6%

數據來源：華夏基金、彭博，截至2022年6月14日

# 2022年下半年全球固定收益市場展望

## 宏觀環境

從美國第一季度和近期宏觀分項指標來看，美國經濟的內生動能仍然不弱。貿易逆差的擴大從側面反映出內需強勁。勞動力市場整體已經恢復，但仍存在錯配問題，若得不到改善，會加劇通脹。高企的通脹對消費者信心持續形成壓力，對需求端也帶來不利影響。不過從庫存指標看，供給瓶頸開始有所緩解。

到年底的通脹變化，儘管從需求或者供給端去分析，未必能支持通脹持續拉漲，但由於高通脹持續時間長，需要較快同比向下，才能達到聯儲較為舒服的心理位置。雖然目前部分微觀指標具警示意義，但美國經濟整體是否會進入衰退，仍需要更多的觀察論證，後續需要關注消費和住房指標是否存在持續轉弱的情況。

中國方面，上海等地解封以及穩增長措施落地施行，短期宏觀數據無論是進出口還是金融數據都有不錯的回升。5月的全國信貸規模和政府債券規模同比回升，並推動社融同比增速和M2同比增速走高，票據融資提速，經濟重回寬信用區間。而居民和企業部門淨融資仍未修復，價格因素可控的情況下，人民銀行貨幣政策可能維持合理寬鬆，財政等方面穩增長的政策將持續發力。窄最明顯的行業。

## 貨幣政策

目前美國就業以及服務業等宏觀數據較為穩健，在此前提下，美聯儲可通過採取加息和縮表等政策抑制需求，從而對抗通脹走高。



圖 13: 美國本輪加息與上一次加息週期比較

	上一輪	本輪加息週期
縮減購債	先有長達一年的縮減購債，隨後資產負債表停止增長後2年多才進行縮表。	本輪完成縮減購債到開啟縮表僅3個月。
加息	縮表前的首兩年（2015和2016年），僅進行過兩次加息，首次加息距離縮表超過一年半，每次加息幅度僅為25基點。	並且第二次加息幅度達到50基點，第三次更是達到75基點。
資產負債表縮減速度	峰值到期不再續投國債的規模僅為300億美元	本次國債到期後不再續投的規模為600億
外部環境	加息縮表過程中出現了石油暴跌、歐債危機，導致歐洲推出較為寬鬆的政策，對沖了聯儲局縮表的影響。	俄烏戰爭，對能源等品類的商品供應造成衝擊，石油價格高企
期限利差倒掛時間	過去三輪的貨幣緊縮週期，期限利差倒掛時間一般維持1-8個月	市場預期的加息幅度更大，前幾次加息幅度顯著超過過往加息週期的單次加息幅度，期限利差走平和倒掛的概率更高，最終的持續時間將由加息後美國宏觀經濟形勢決定。

## 信用債

緊縮的貨幣政策在資金價格、利率曲線、流動性等層面對全球信用市場的影響皆較為負面。對於企業而言，在加息週期中，借新還舊成本逐漸提升，同時能夠發行的債券期限更加短，故而當前流動性和市場情緒皆較為謹慎。

我們認為，現在美國為主的發達國家通脹高企，可能出現供應和需求同時向下，存在經濟增速下行概率，滯脹風險不可忽視。在此種環境下，除了實物、資源類資產外，主要傳統投資類別的實際投資收益受到擠壓，而全球主要央行同步開啟貨幣政策正常化，流動性減弱將提升價格波動性。截止目前，加息對全球金融市場形成了一定的擾動，但是尚未將市場推向極端的惡劣處境(比如高收益債券仍略跑贏投資級別

債券)。同時資金尚未持續性、大規模流出新興市場和風險資產，流動性狀況尚未根本改變。

因此我們預計伴隨著加息幅度和速度的增加，同時疊加縮表，美元相對於其他發達市場和新興市場貨幣仍保持階段性堅挺。第三季度前，整個市場將由避險情緒主導，會繼續保持較高波動性，風險資產持續承壓，全球經濟(包括歐洲、日本等發達經濟體以及各新興市場國家)整體可能出現明顯下滑，資金會繼續流出風險資產和新興市場以及歐洲、日本等發達國家，回流至美國；此前表現相對較好的能源、基礎金屬板塊也面臨高位回調。信用債券估值角度，隨著利率和信用利差風險繼續釋放，在流動性好轉、波動性下降之後，才會出現更多的收益機會。

## 投資機會與配置策略

### 配置層面

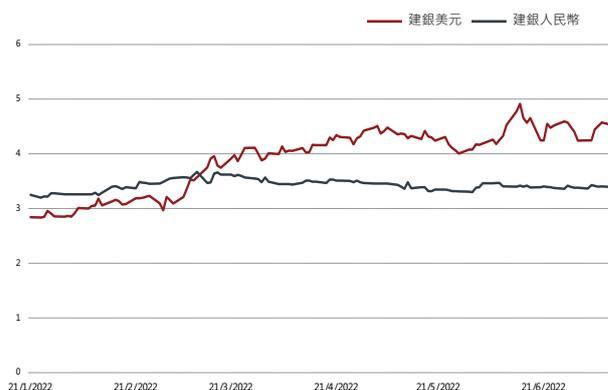
高信用評級、短久期資產會持續成為避風港，受到投資者的追捧。由於市場對加息的預期，短期利率曲線極度陡峭，3m1y/3m2y/1m1y等不同組合的利差均處在數年乃至十多年最陡峭的位置，對於短期理財型客戶，在投資期限許可的情況下，合理拉長久期可以較為提前獲得更高的利息收入。

圖 14: 期貨市場定價FOMC利率水平和走勢

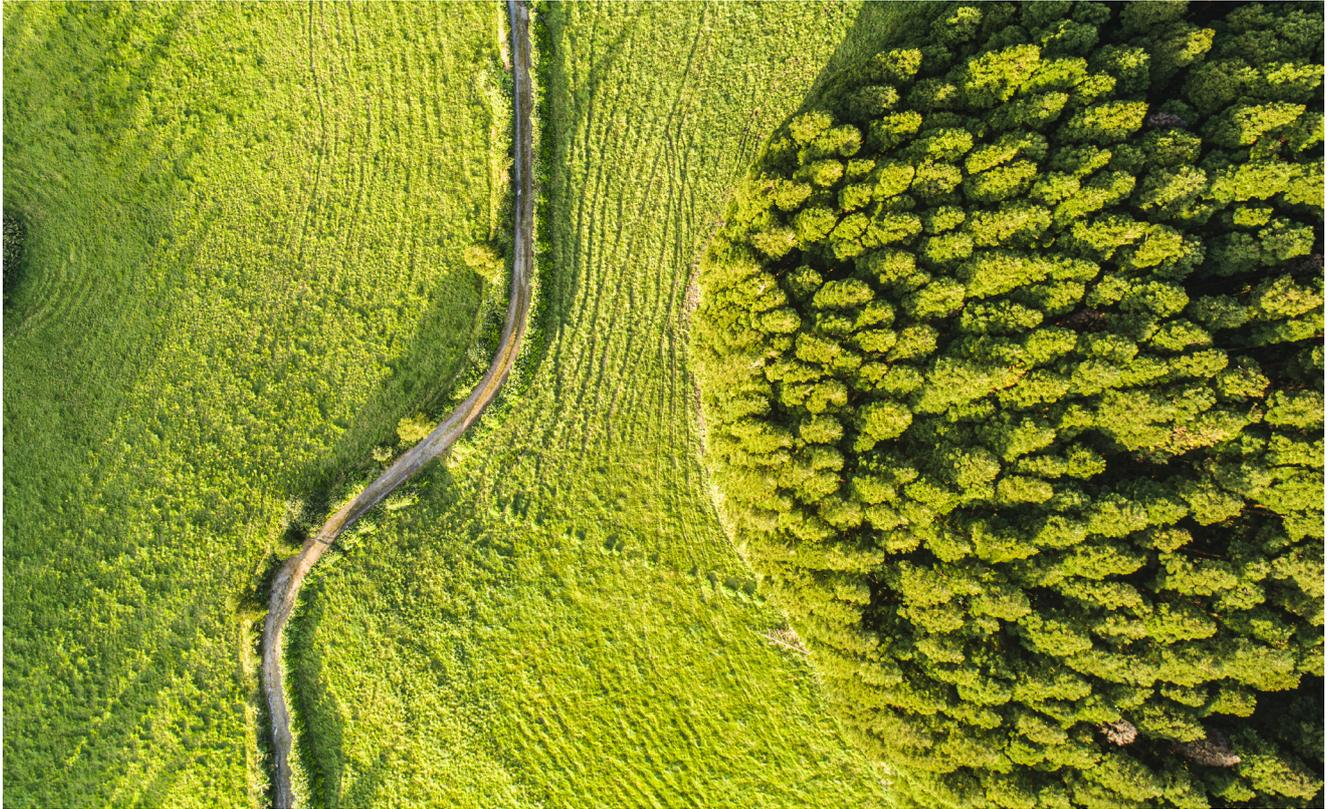


數據來源建銀，截至2022年6月14日

圖 15: 境內外二級資本債收益率走勢



數據來源建銀，截至2022年6月14日



## 交易層面

1.利率曲線平坦的態勢大概率繼續維持一段時間，投資者在期限、信用和國別方面總體會較為謹慎，投資組合需要均衡，而非過度追求收益。

估值層面：今年年初多數美元信用類策略年初估值水平偏貴，目前均已經交易在5年平均更寬的位置。投資級債券的利差走寬，體現投資者較為謹慎的情緒。相較於短端信用資產，長端的信用資產期限利差收窄，信用曲線趨於平坦，但調整何時結束，仍需要根據未來信用環境方向進行判斷。

行業板塊：年初以來各個行業利差均呈現走寬態勢。金融公司次級債券、可選消費行業表現最落後，前兩個季度中表現較好的能源行業利差在近一個月也表現疲弱，資產價格從高點開始回落。行業方面，我們相對偏好較為穩健、弱週期的行業。

國別方面：受美元大幅快速走強和避險情緒主導，資金陸續流出風險資產，回歸美國本土，新興市場整體跑輸發達國家，亞洲國家未受到俄烏衝突、能源斷供的直接影響。

利差層面：亞洲投資級利差走寬40bps，其中受惠於大宗商品價格上升以及財政政策較為穩健國家的相關資產會更具價值。

2.投資級期限長，對短期波動有一定容忍度，注重總回報的投資者可在目前低位部署中長久期、評級較高的低現金價格債券

許多在2020-2021年期間發行的30年左右期限的長期債券，受利率+利差走寬影響，價格出現20%-30%左右的下跌，現金價格已經跌至70pts左右。其中高收益債券，在市場下行週期中，再融資更為困難，潛在的債務違約或會產生較大的信用損失。

而結構較為簡單的高評級債券(A評級以上)，本身現金價格較低，防禦性較高。未來支撐其價格的因素包括：凸性價值、長線配置以及未來利率下行週期時發行人債務管理帶來的上漲。其中，我們偏向發達國家優質企業債券以及新興市場部分準主權債。

## 風險因素

- 資源產品價格超預期
- 美國經濟活動不及預期

## 關於華夏基金 ( 香港 )

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。

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,建立了涵蓋股票與債券基金、交易所買賣基金(ETF)、對沖基金、槓桿 / 反向產品、私募股權及專戶的多元化產品線,併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大中華區、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。

### Insights & Mandate 2022年專業投資大獎

投資表現獎

- 中國A股基金 - 3年: 新視野中國A股基金
- 亞洲債券基金 - 3年: 精選亞洲債券基金

市場表現獎

- 年度最佳基金 ( ETF ) 發行 - 香港地區
- 恒生香港生物科技指數ETF

### Fund Selector Asia 2022香港基金大獎

白金獎 - 區域債券

- 精選亞洲債券基金

### 香港中資基金業協會&彭博 2021年離岸中資基金大獎

亞軍: 最佳總回報 - 大中華股票 ( 1年期 )

- 中國聚焦基金

### 《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)

### 《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](http://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](mailto: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)