

二零二二年四月六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 随着超低利率政策逐步完结，全球供应链危机持续，经济前景阴云密布，巨大的不确定性开始浮现。目前全球经济增长动能正在减弱，而美联储（Fed）更加鹰派的货币政策立场以及尚未解决的俄乌冲突都在推动通胀走势和央行的应对政策将更加剧烈的波动。
- 尽管美联储预期将加速恢复货币政策的正常化，推动债券收益率稳步攀升，不过全球流动性目前仍然充裕，因此收益率会以较合理的速度上升。投资者将继续追逐高收益率，从而提振投资级债券的前景。
- 展望未来，供需失衡问题仍将困扰全球市场，尽管当前疫苗接种进度在二季度有所改善，但经济活动正从低迷中逐渐复苏，企业现金流和债务情况将有所改善，令未来几个季度债券市场的违约风险逐渐下降。投资者将继续寻求投资组合的多样化，特别是在股市经历了一番动荡行情之后。在我们看来，全球充裕的流动性将在二季度继续流入高质量的债券市场，以平衡投资者的风险与回报。

全球利率上行趋势渐显，固定收益市场“危”与“机”并存

2021年及2022年第一季度，全球经济面临着异乎寻常的不确定性和多重挑战，多数主要经济体在经济活动快速复苏的同时，也被高通胀、变种病毒导致的疫情复燃、地缘政治风险升温等问题困扰。随着超低利率政策逐步完结，全球供应链危机持续，经济增长前景阴云密布，巨大的不确定性开始浮现。我们看到，目前全球经济增长动能正在减弱，而美联储（Fed）更加鹰派的货币政策立场以及尚未解决的俄乌冲突都在推动收益率曲线继续趋平，因此，全球通胀走势和央行的应对政策将令市场在2022年第二季度出现更加剧烈的波动。总的来说，尽管美联储预期将加速恢复货币政策的正常化，推动债券收益率稳步攀升，不过全球流动性目前仍然充裕，因此收益率会以较合理的速度上升。投资者将继续追逐高收益率，从而提振投资级债券的前景。展望未来，供需失衡问题仍是困扰全球市场的最大下行风险，也将导致通胀压力持续更长时间。尽管当前宏观经济环境中逆风不断，但随着疫苗接种计划的持续推进和经济活动的进一步扩张，企业和消费者信心正从低迷中逐渐复苏，企业现金流和债务情况将有所改善，令未来几个季度债券市场的违约风险逐渐下降。投资者将继续寻求投资组合的多样化，特别是在股市经历了一番动荡行情之后。在我们看来，全球充裕的流动性将在二季度继续流入高质量的债券市场，以平衡投资者的风险与回报。

尽管面临利率上行风险，亚洲（除中国外）债券产品仍具吸引力。亚洲（除中国外）各大经济体当前的经济指标表现参差不齐，再加上美元走强以及美联储落实加息、疫情复燃等不利因素，引发固定收益市场的大幅波动，2022年二季度的市场也将面临多重风险，但亦会衍生出一些投资机会。亚洲（除中国外）的多个经济体目前已经放弃疫情清零策略，转向“与新冠病毒共存”，并在疫苗接种率上升的情况下逐渐重新开放边境和各类经济活动。与此同时，这些国家正通过采取积极宽松的政策来扶持企业发展及稳定劳工市场，而宽松的货币政策和扩张性的财政政策将持续推动经济增长。总的来说，潜在的利率冲击成为影响亚洲固定收益投资产品前景的主要不利因素。由供应链混乱导致的通货膨胀压力对全球不同的经济体产生不同影响，经济活动的正常化道路及企业复苏前景都变得更加复杂，但对于处在经济复苏周期中优质企业而言，现金流的持续改善将帮助抵御这些经济逆风。债券收益率上涨将推动投资者转向亚洲投资级债券产品，而非政府债券，因其会随着经济回暖而获得更多上涨空间。考虑到经济增长的不确定性和利率风险后，高质量的亚洲债券产品将会产生更好的风险调整后回报。我们认为，近期俄乌冲突以及令市场出现的相关通胀压力可能会推升市场避险情绪，

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

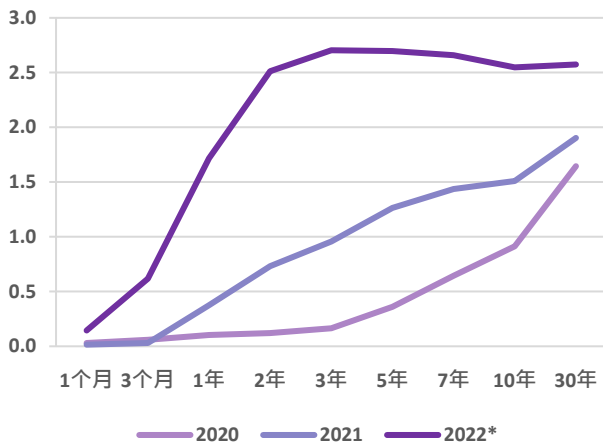
并加剧亚洲固定收益市场的短期疲软，但亚洲债券在全球固定收益市场仍具有一定吸引力及弹性，可抵御金融市场动荡。

亚洲环境、社会及治理（ESG）主题债券受市场追捧。由于投资者需求增加，加上发行人需要在全世界应对气候变化的过程中实现其脱碳目标，与环境、社会和治理（ESG）因素相关的固定收益产品继续在亚洲市场扩张。亚洲目前仍然是世界上最大的碳排放区，占全球总排放量的 50% 以上。中国目前已经制定了碳中和目标并积极推进能源转型，印度亦做出了净零排放承诺，这些都将帮助亚洲区内各类产业走向脱碳之路。电气化有助于减少碳排放，从供应方的角度来看，由煤炭向可再生能源的转变对实现脱碳目标至关重要，因此，风能、太阳能、生物质能以及氢能将成为 ESG 投资的重要领域。整体而言，亚洲经济体已经认识到可持续发展的重要性，相继许下环境保护承诺并出台推行计划，这些举动刺激 ESG 主题债券快速发展。展望未来，全球投资者正在加强对 ESG 主题的固定收益产品配置，这些产品不仅能够提供可观的社会和环境影响力，还能产生具有竞争力的风险调整后投资回报。我们认为，亚洲 ESG 相关产品将在未来数十年迎来蓬勃发展。

政府刺激政策发力，推动中国在岸债券市场向好。在国内增长预期减弱、供应链瓶颈持续、俄乌冲突尚未解决以及中美政治及经济紧张加剧的背景下，中国经济面临的下行压力日渐增大。经济放缓和持续的政策改革在为市场带来风险的同时，也创造了机会，潜在的宽松及支援性政策扭转了市场防御情绪。对中国在岸人民币债券市场而言，当局的政策立场对于推动增长和发展至关重要。我们认为，宽松的经济政策有利于在岸债券市场出现趋势性反弹，帮助扩大市场规模和交易量。因此预计政府债券的发行应会保持可控，其中用于基础设施投资的地方政府专项债券数量可能会增加，而中国主权债券有望受益于经济增长放缓和外资的持续流入。总体而言，中国人民银行（PBOC）将继续为银行体系提供充足的流动性，令中国债券市场保有一定的吸引力。宽松的货币政策支持和稳定的信贷刺激政策可为中国在岸固定收益市场提供发展动力，那些处于战略地位的国有企业和地方政府融资平台将成为主要受益者。展望未来，中国目前温和的经济复苏将推动更多不同行业发行债券，有利于国内及国际投资者进一步完善对中国债券资产的配置。

房企债务危机及美国利率上行风险升温，中国离岸美元债市场增长将放缓。2021 年下半年和 2022 年第一季度，中国房地产开发商出现一系列债务违约事件，再加上监管机构对多个行业的监管趋严，中国离岸美元债券市场受到不小冲击。由于债券收益率大幅飙升和票面利率利差扩大，这些开发商的债券融资渠道几近关闭。与此同时，随着投资者需求疲软，以及他们对房企的违约风险和加速加息的担忧升温，市场出现恐慌情绪，离岸债券的发行环境日益严峻。总的来说，当局对房地产行业的监管趋严正令整个板块的增长放缓。不过，中国人民银行已开始采取措施，适当放宽房地产信贷政策，保证行业能够健康发展。随着当局逐步放松限制性政策，房地产行业的去杠杆进程有序推进，房企债务状况有所改善。但要注意的是，政策的不确定性仍是投资者最为关注的部分，许多房企正面临着大量债务将于 2022 年的二季度到期的窘迫局面。我们认为，离岸美元债市场将在二季度保持低迷，国企预计将成为美元债的主要发行人。

图.1: 美国国债收益率曲线 (%)



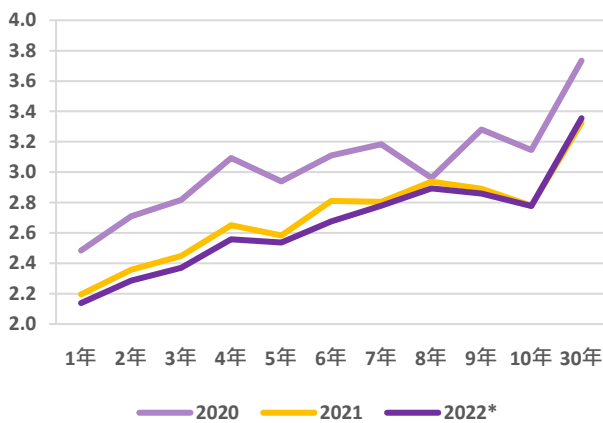
来源: 彭博 *四月五日

图.2: 美国公司债 (穆迪) AAA 和 BAA 收益率 (%)



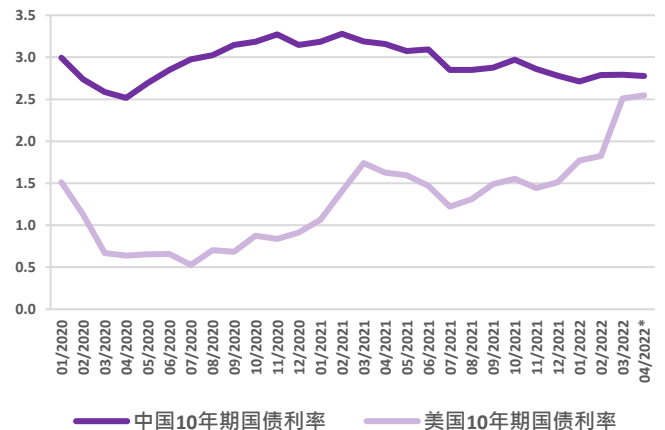
来源: 彭博 *四月五日

图.3: 中国国债收益率曲线 (%)



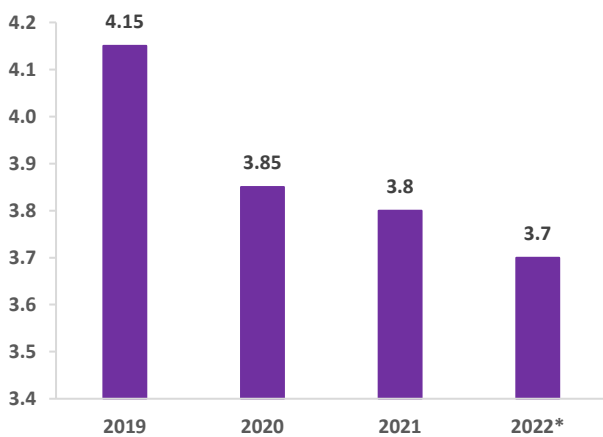
来源: 彭博 *四月一日

图.4: 中美债券利差-10年期 (%)



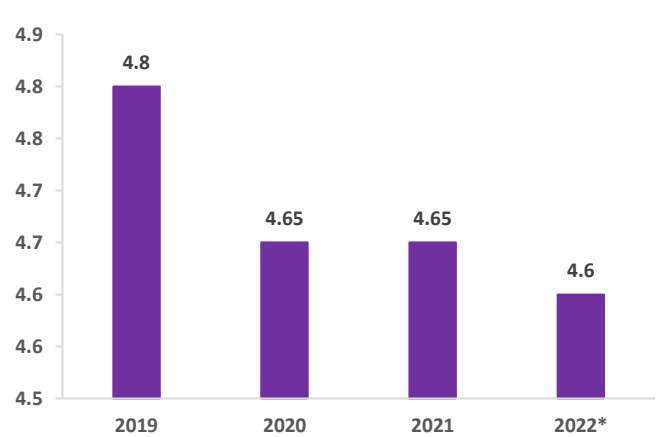
来源: 彭博 *四月一日

图.5: 中国贷款市场报价利率(1年期) (%)



来源: 彭博 *四月五日

图.6: 中国贷款市场报价利率(5年期) (%)



来源: 彭博 *四月五日

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.3	15.8	18.6	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	868.9	1179.4	1612.2	4370.5
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	107.8	134.3	182.8	250.8	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
非制造业 PMI (%)	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4
出口(人民币/同比%)	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.1	-
进口(人民币/同比%)	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	16.8	8.3	-
贸易余额 (人民币/十亿)	75.0	263.6	281.4	323.9	258.2	381.4	439.8	546.9	461.0	604.2	544.4	194.4	-
出口增长 (美元/同比%)	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.2	-
进口增长 (美元/同比%)	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	19.8	10.4	-
贸易余额 (美元/十亿)	10.8	41.0	43.3	50.1	55.9	59.1	67.8	84.7	71.8	94.4	85.4	30.6	-
消费物价指数 (同比%)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	-
生产者物价指数 (同比%)	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	-
固定资产投资 (年初至今/同比%)	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	-
工业增加值 (同比%)	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	-
零售额 (同比%)	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	-
新增贷款 (人民币/十亿)	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	-
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	-
总社会融资 (人民币/十亿)	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1192.8	-
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	-
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	5.4	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,641.18	18.26	(1.85)
标准普尔 500 指数	4,525.12	23.28	(2.30)
纳斯达克综合指数	14,204.17	55.54	(2.84)
欧洲			
富时 100 指数	7,613.72	15.79	1.01
德国 DAX 30 指数	14,424.36	14.77	(2.67)
法国 CAC 40 指数	6,645.51	15.34	(2.16)
斯托克 600 价格指数	463.07	16.17	0.21
亚洲			
香港恒生指数	22,502.31	8.34	3.77
恒生中国企业指数	7,770.98	7.38	5.07
上海深圳沪深 300 指数	4,276.16	15.40	2.43
上海证券交易所综合指数	3,282.72	13.94	2.19
深证综合指数	2,127.82	30.89	0.67
日经 225 指数	27,787.98	15.76	(1.64)
韩国 KOSPI 指数	2,759.20	12.28	0.66
台湾证交所加权股价指数	17,625.59	13.28	(0.29)
标普/澳证 200 指数	7,527.86	18.26	0.85
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,049.39	20.33	(1.97)
MSCI ACWI 指数	711.83	19.42	(1.57)
MSCI 新兴市场指数	1,156.75	13.45	1.79
MSCI 美国指数	4,333.91	24.42	(2.38)
MSCI 英国指数	2,183.95	15.56	1.28
MSCI 法国指数	189.94	16.43	(2.10)
MSCI 德国指数	152.07	14.07	(2.95)
MSCI 中国指数	75.24	12.59	3.31
MSCI 香港指数	14,502.09	17.56	1.36
MSCI 日本指数	1,201.07	13.79	(2.24)

*所有市场根据 2022/04/05 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.00
美国最佳利率	3.50	0.00
联储贴现率	0.50	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.1445	0.0025
美国综合国债 1 年收益率	1.7168	0.0697
美国综合国债 5 年收益率	2.6955	0.1972
美国综合国债 10 年收益率	2.5469	0.1525
美国综合国债 30 年收益率	2.5729	0.0718
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.4286	(0.021)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.9690	(0.0273)
日本综合国债 1 年收益率	(0.064)	(0.017)
日本综合国债 10 年收益率	0.219	(0.033)
德国综合国债 1 年收益率	(0.417)	0.022
德国综合国债 10 年收益率	0.614	(0.020)
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.138	0.017
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.536	(0.059)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.777	(0.022)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.011	0.006
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.313	0.005
香港基本利率(贴现率)	0.0472	0.000
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0472	0.000
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2059	(0.107)
离岸人民币拆放利率-隔夜	2.4023	(0.179)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.0420	(0.055)
公司债(穆迪)		
Aaa	3.33	(0.18)
Baa	4.23	(0.17)

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	101.96	(2.19)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	106.64	(3.26)
天然气期货	美元/百万英	6.03	13.04
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,443.50	0.80
铜期货	美元/磅	479.50	1.35
LME 钢筋期货	美元/吨	942.00	(2.84)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,425.29	1.52
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,928.90	0.87
黄金期货	美元/盎司	1,927.50	0.50
现货银	美元/盎司	24.67	0.30
现货铂	美元/盎司	984.10	0.74
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	759.75	4.61
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,045.25	3.06
11 号糖(全球)	美元/磅	19.65	2.83
大豆期货	美元/蒲式耳	1,631.00	(0.73)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	99.47	1.09
欧元/美元	1.0970	(0.70)
英镑/美元	1.3126	0.22
澳大利亚元/美元	0.7626	1.73
美元/加拿大元	1.2456	(0.26)
美元/日元	122.89	(0.50)
美元/瑞士法郎	0.9259	(1.06)
人民币中间价指数	6.3482	(0.25)
美元/人民币	6.3400	(0.44)
美元/人民币-交割远期	6.4346	(0.69)
美元/中国境外即期汇率	6.3702	(0.17)
美元/港币	7.8326	0.06
人民币/港币	1.2314	0.12
中国境外即期汇率/港币	1.2296	0.24
美元/韩元	1,212.70	(0.57)
美元/新台币	28.699	0.30
美元/新加坡元	1.3557	(0.29)
美元/印度卢比	75.33	(1.10)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600