



2021 年回顾  
暨 2022 年展望  
稳字当头、稳中求进



# 目录

## CONTENTS

### 2021 年回顾

总结及环球宏观经济回顾	2
中国经济及主要行业回顾	3-6
美国宏观经济回顾	7-12
主要投资市场回顾	13-18

### 2022 年展望

中国宏观经济展望	19-20
美国宏观经济展望	21-23
中国股票投资策略	24-26
美国股票投资策略	27-29
环球债券市场投资策略	30-38



## 2021 年回顾暨 2022 年展望

宏观研究报告

2021 年 1 月 27 日

### 稳字当头、稳中求进

#### 观点总结

- 回顾 2021 年，各国疫苗接种率持续提高，新冠疫情的冲击开始减弱，全球经济显著复苏，但变种病毒的出现加大了经济进一步复苏的不确定性；
- 2021 年，中国经济复苏步伐加快，并持续实施了多项经济转型的积极举措；
- 美国经济下半年增长开始放缓，通胀、就业、债务等问题持续受到关注；
- 我们关注的几大投资市场方面，2021 年美股持续上涨与短期经济基本面相背离；港股成为全球表现最差的股票市场之一；海外中资高收益美元债受房企违约和流动性影响剧烈震荡；主流加密货币亦经历大幅震荡上行；
- 展望 2022 年，中国经济任务稳字当头、稳中求进，亦将持续面临变种病毒蔓延、中美关系紧张等挑战；美国通胀问题已非“暂时性”，美联储将加快缩减购债规模，最新预期将加息三次，有可能四次；
- 2022 年投资策略方面，中国新经济科网股或迎来估值修复，新能源车产业链发展态势良好长线看好；美国股票在加息环境下可关注银行、能源、原材料等板块；环球债券市场投资预计较难获得可观收益。

#### 2021 年环球经济回顾

2021 年各个国家疫苗接种率持续提高，COVID-19 疫情冲击开始减弱，但变种病毒的流行令全人类防不胜防，尽管全球经济的复苏显著，但仍存在很多的不确定因素，包括全球范围内的通胀加快上涨、供应链问题持续以及中美之间紧张的关系等等。主要国家央行先后启动或计划退出货币宽松政策，金融市场表现整体强劲但开始面临调整压力。回顾 2021，部分主要事件罗列如下：

- I. **变种病毒快速扩散：**新冠病毒最新变异株奥密克戎（Omicron）自 11 月最早在南非被发现后，不到一个月内扩散到全球 30 多个国家和地区；
- II. **中国政府加强新经济领域的监管：**中国对金融科技、互联网、教育、等新经济行业出台严格监管政策。内外政策变局下，2021 年代表中概股的标普中国 ADR 指数剧烈波动，从年内最高位持续下滑，跌幅超过 50%；
- III. **中国多家房企出现危机引起市场担忧：**受多家房企上市公司面临的债券违约和流动性风险影响，引发对房地产行业整体健康情况的担忧；
- IV. **美联储承认通胀非“暂时性”并结束量化宽松政策：**在美国通货膨胀持续上升以及物价上涨速度超出预期的背景下，美联储 12 月 15 日决定加快缩减量化宽松，并预计 2022 年内将加息三至四次；
- V. **英国通胀飙升实行加息：**英国 11 月通胀升 5.1% 为十年来高位，英国央行已加息 0.15 个百分点，欧洲央行暂未跟进加息。



## ► 2021年中国经济及主要行业回顾

2021年中国经济从疫情中持续稳定恢复，经济发展和疫情防控保持全球领先地位，主要指标实现甚至超越预期目标，**全年经济表现强劲GDP同比增长8.1%，高于年初制定6%的目标**。经历了疫情的反复、极端天气变化以及海外局势不确定性等影响，2021年底的中央经济工作会议把三重压力描述为“需求收缩、供给冲击、预期转弱”，反映了中国国内的宏观经济形势迎来了很大的挑战。拉动经济的“三驾马车”年内表现如下：

- I. **出口强劲**：出口一马当先成为拉动经济增长的主动力，2021年中国进出口39.1万亿元人民币，同比增长21.4%，其中出口21.7万亿，增长21.2%。中国实现贸易顺差4.37万亿元；
- II. **投资偏弱**：2021年固定资产投资（不含农户）54.4万亿元，同比增长4.9%，两年平均增长3.9%。投资增长分领域看，基础设施投资仅增长0.4%，制造业投资增长13.5%，房地产开发投资增长仅为4.4%。过去用于提振中国经济的基建和房地产都放大了杠杆率和产能过剩的问题，在本轮经济复苏中不得而被抑制；
- III. **消费孱弱**：在2020年的低基数效应下，中国2021年社会消费品零售总额实现12.5%的增长，两年平均增长率为3.9%，成为拉动经济中最薄弱的环节。在疫情影响下，消费受到的打击最为直接和剧烈，恢复速度则最慢。

以下为重点关注行业的具体表现：

### 1. 中国房地产行业遇冷，多家房企出现债券违约和流动性风险

在2020年出台的“三道红线”政策的基础上，中央于2021年初实施了房贷集中度管理制度，约束了房地产行业融资的供需要求。且于3月份，在政府工作报告中，提及“房住不炒”和“三稳”（稳地价、稳房价、稳预期）目标，坚定房地产调控的态度。在土地市场的重要调控举措方面，于2021年初，中央要求22个重点城市对住宅用地实行“两集中”政策。该政策虽影响土地供应节奏，但核心城市土地市场竞争仍激烈。在2021年，全国各省市发布房地产调控政策超过450次，对房地产的调控不断收紧。

2021年，房地产市场强、弱转化，上半年成交显著放量，百城成交面积创历史同期新高，热点三、四线城市房价出现普涨行情。下半年市场持续转冷，百城成交面积持续下行，同比跌幅扩至30%以上，这在历史上实属罕见。

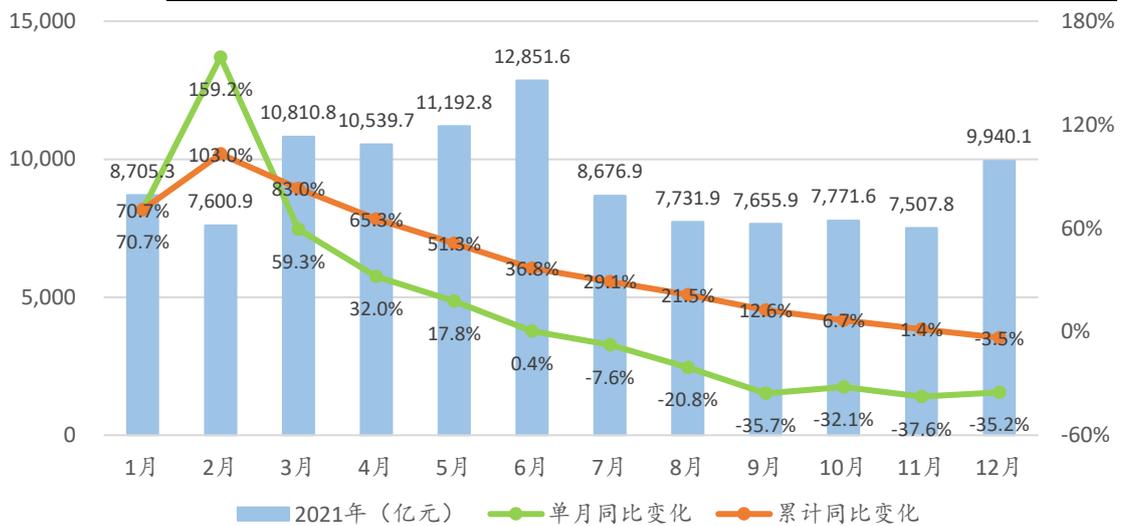


各城市市场分化加剧。具体而言，部分热点城市房价转折，上半年急涨、下半年转跌，部分板块、部分项目价格更是一降再降。即便是广州、深圳、厦门等核心一、二线城市，市场预期同样转折，购房者观望情绪愈加严重。压力城市市场形势愈加严峻，天津、昆明、长春等19城落地“限跌令”。受此影响，房企打折降价常态化，特价房、工抵房等优惠频出。

企业层面，2021年规模房企销售增速罕见出现负增长。规模房企整体的目标完成情况也远不及历史同期，平均目标完成率不到90%，明显低于过去三年105%以上的平均水平。在行业去杠杆、市场降温的背景下，不断出现大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，行业从“控制风险”到“暴露风险”。

2021年12月，TOP100房企实现销售操盘金额9,940.1亿元，单月业绩同比降低35.2%，较11月环比增长32.4%。从累计业绩来看，年内百强房企累计业绩增速持续放缓，截至12月末累计销售操盘金额较2020年同比降低3.5%，规模房企销售增速罕见出现负增长。

Fig 1: 2021年1-12月百强房企单月操盘业绩单月和累计同比持续下滑



来源：CRIC、钟山资管研究

房企债券方面，2021年下半年中国上市房企爆发大面积海外债券违约潮，包括恒大、花样年、佳兆业、奥园等在内的企业均出现债券违约和流动性风险。于是多家房企纷纷进行“花式”自救，例如：多家房企开始回购美元票据，降低企业负债水平、提振资本市场信心；亦有多家房企大股东增持公司股票，增添市场信心；此外，还有部分房企融资主要集中在股东借款、配股融资、抵押物业借款等，除了提振市场信心，也为公司注入资金，增强企业流动性。



## 2. 中概股遇内外夹击跌幅巨大

2021年中概股受到了严厉的行业监管政策和中美关系的事件性冲击。一方面，教育“双减”政策出台，不仅颠覆了中国课外培训企业的经营和盈利模式，课外培训中概股还存在上市地位不保的风险。此前，监管部门依据《网络安全法》公开审查滴滴赴美上市，标志着互联网企业数据安全步入强监管时代。美国亦加大力度打压中国企业，把更多的中国公司列入实体清单中，其中涉及生物科技企业。各类政策的出台让中概股的股价持续受压，全年均出现较大的跌幅。

此外，美国证监会曾发表声明通过法案，如果外国公司不遵守美国审计标准，将被要求退市，令大量中概股陷入退市危机。尽管企业尚有3年缓冲期去满足监管机构要求，但市场估计逾200家中概股会分批陆续回流至港股和A股上市。港交所亦更新了关于海外上市公司赴港上市的章程，将于2022年开始，降低回港二次上市的标准。

内外政策变局下，教育股、游戏股、互联网相关中概股的股价大幅回调。2021年标普中国ADR指数大幅下滑，从年内最高值逾900点，截止12月31日，下滑至约430点，跌幅超过50%。

Fig 3: 2021 年标普中国 ADR 指数大幅下滑



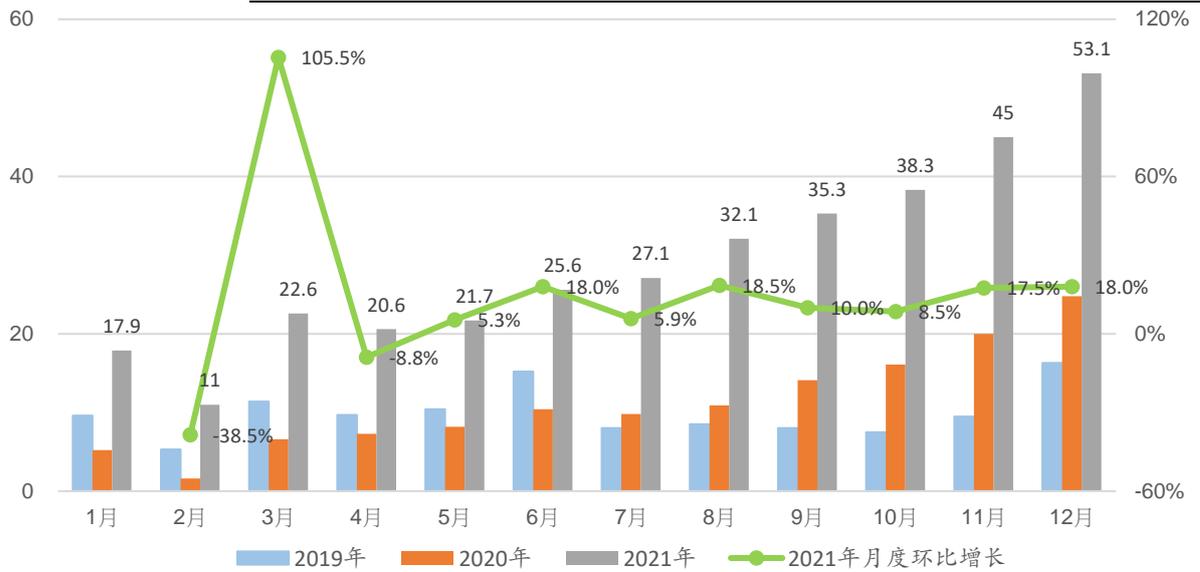
来源：Investing.com、钟山资管研究



### 3. 新能源汽车销量超预期，带动产业链估值增长

2021年新能源汽车行业整体表现优于预期。1-12月，中国新能源汽车总销量超352万辆，与2019年和2020年同期119万辆和135万辆均有较大幅度的增长，在受限于电池供应、芯片供应以及限电所造成的产能限制的环境下，能够超额完成全年330万辆的销量预期实属不易。

Fig 4: 2019-2021年中国新能源车月度销量（万辆）



来源：中汽协、盖世汽车、钟山资管研究

2021年中国电动车及电池ETF (2845 HK) 经历了一波涨势，从3月的全年最低值104.30点，截至12月31日，上涨至182.55点，涨幅超75%。

Fig 5: 2021年 Global X 中国电动车及电池ETF (2845 HK) 呈涨势



来源：ETNET、钟山资管研究



## ► 2021年美国宏观经济回顾

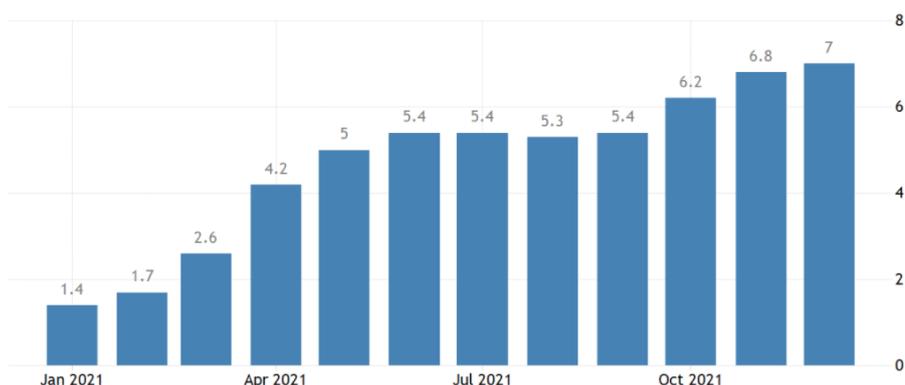
### 1. 美国面临持续的通胀压力

疫情以来，各国天量的财政、货币刺激政策推动了需求，而疫情的不断反复导致供给受限，又恰逢全球能源体系转型期，供需不平衡下通胀压力明显增加。由于美国连续出台刺激法案“印钱”直接刺激总需求，因此供需不平衡的情况也最为严重。

2021年以来，美国通胀率按月大幅上升，由2021年1月的1.4%上升至12月的7.0%，**7.0%的通胀率也是近30年以来的新高**。近期美联储主席鲍威尔在公开场合的讲话中表示，最近几个月，价格上涨的幅度很大，通胀持续上升的威胁越来越大，认为美联储将在未来会议上称通胀条件已满足，关于对通货膨胀的描述，**是时候放弃“暂时”这个词了**。鲍威尔这一表态意味着美联储放弃了最初的说法，即通胀上涨是暂时的。

消费者价格指数（CPI）方面，**12月CPI同比增长7.0%，增幅创30年新高**。具体分析CPI组成的变化，从10月的美国CPI数据组成分析来看，**CPI飙涨是由于明显的生产供应因素而不是货币政策因素造成的**，11月能源价格环比增长3.5%，二手车价格环比增长2.5%，新车价格环比增长1.4%，食品价格环比增长0.9%，占CPI比重三分之一的住房价格也较上月增长0.4%。能源和汽车持续供应紧张仍然是CPI上涨的最大驱动力，过去半年多，二者贡献了大概了一半多的CPI增幅。**消费价格飙升或将开始引发美国社会面临一系列更严峻的问题**。

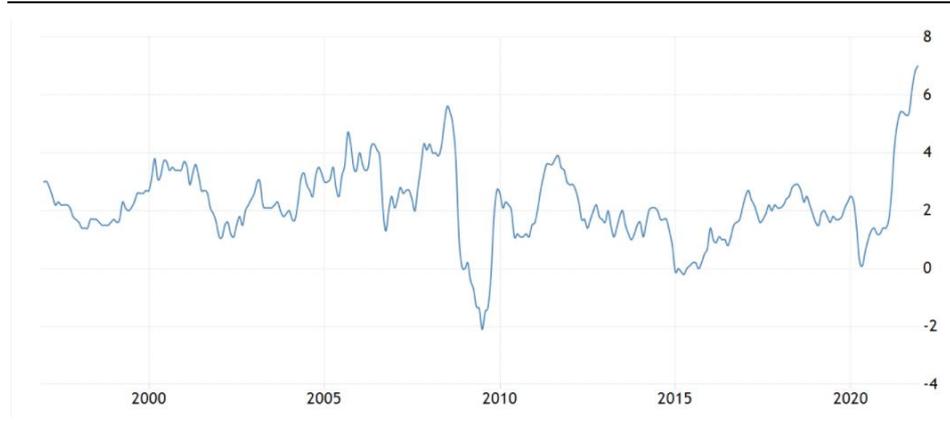
Fig 6: 2021年以来美国通胀率大幅上升



来源：tradingeconomics.com、钟山资管研究

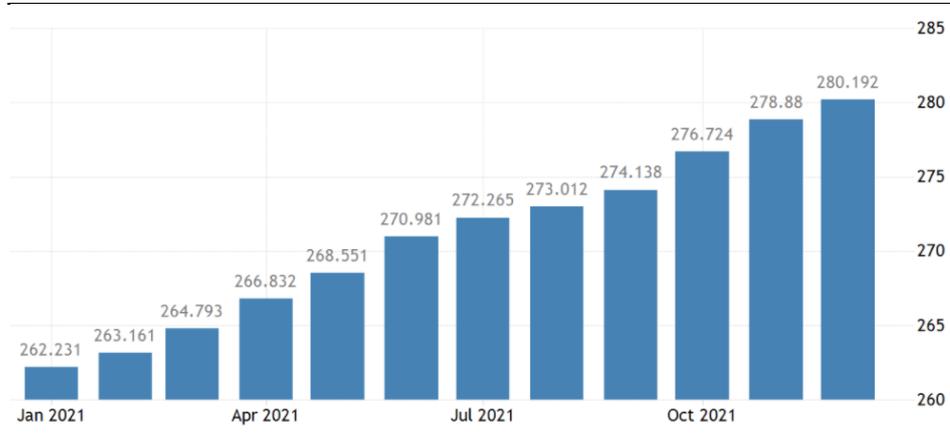


Fig 7: 美国通胀率已处于近 30 年来的最高位



来源: tradingeconomics.com、钟山资管研究

Fig 8: 2021 年以来美国消费者价格指数 (CPI) 快速上升



来源: tradingeconomics.com、钟山资管研究

## 2. 美国经济增速放缓

新冠疫情在美国的爆发于2020年第1和第2季度对美国经济造成重挫。美联储和联邦政府通过极度宽松的货币、财政政策对消费和投资进行刺激，美国经济于2020年第3季度起开始恢复。2021年上半年，在极度宽松的货币、财政政策带动的强劲消费影响下，第1和第2季度GDP分别录得环比年化6.3%和6.7%的增长。但是，因第3季度开始财政政策对居民部分的补贴下降，耐用品消费显著下跌，致使消费对经济复苏的贡献疲软。第3季度的GDP的环比年化增长下滑至2.1%。

自从新冠疫情爆发以来，消费一直是驱动美国经济变动的主导力量。而对耐用品消费的增加更是疫情爆发以来促进消费的中坚力量。然而，耐用品消费主要与美国的“撒钱”政策息息相关。随着“撒钱”政策的收缩，耐用品消费从2021年第2季度放缓，于第3季度大幅下跌，致使美国经济从第3季度开始增长放缓且前景并不明朗。



Fig 9: 耐用品消费是促进新冠疫情期间美国经济复苏的中坚力量

	Ticker	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021
Gross Domestic Product	^GDP CQ00 L	1.9	-5.1	-31.2	33.8	4.5	6.3	6.7	2.1
Personal Consumption Expenditures	^GPCICT01% L	1.7	-6.9	-33.4	41.4	3.4	11.4	12.0	1.7
Goods	^GPCGCGD L	1.8	0.3	-10.0	49.5	-0.3	27.4	13.0	-8.4
Durable Goods	^GPCDUR% L	5.0	-12.0	-1.5	89.0	1.2	50.0	11.6	-24.4
Nondurable Goods	^GPCNDR% L	0.3	7.1	-13.9	31.8	-1.1	15.9	13.9	2.6
Services	^GPCSRV% L	1.7	-10.0	-42.4	37.5	5.3	3.9	11.5	7.6
Gross private domestic investment	^GPDITOC% L	-6.5	-5.3	-48.8	82.1	24.7	-2.3	-3.9	11.6
Net Exports	^NE	-	-	-	-	-	-	-	-
Government consumption expenditures and gross investment	^GPCSTOC% L	3.0	3.7	3.9	-2.1	-0.5	4.2	-2.0	0.9
Residual	^R	-	-	-	-	-	-	-	-
MEMO:	^MEMO	-	-	-	-	-	-	-	-

来源: Bloomberg、钟山资管研究

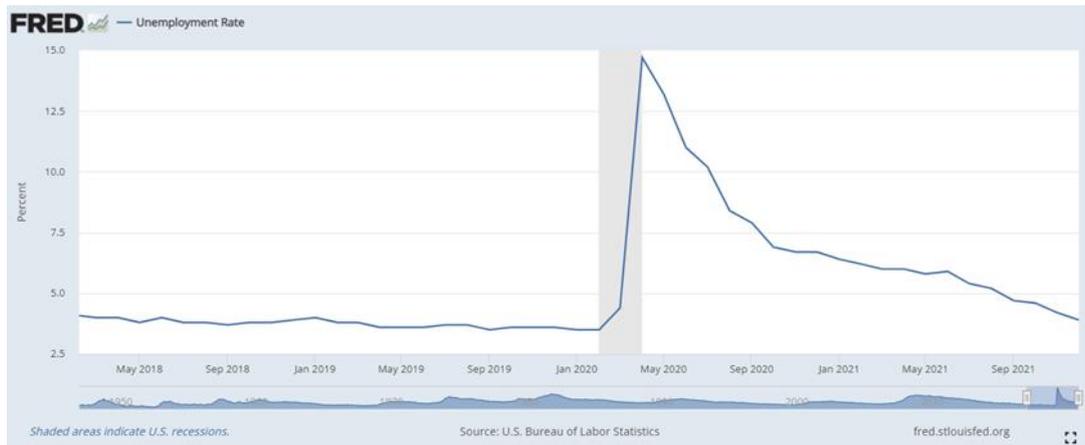
### 3. 就业恢复不充分

虽然美国于2021年第3季度的真实GDP已经超过新冠疫情前的水平。失业率也实现快速下降，于2021年12月达到3.9%，已低于经济学家公认5%充分就业情况下的失业率。但是快速下降的失业率并没有完全体现美国劳工市场中出现的一些结构性问题：

- I. **非农就业数据自8月期持续低于预期。** 非农就业数据于2至7月保持强劲的增势，平均每月的新增就业可达近40万人。但从8月开始，除10月外，每个月的新增就业减少至近20万人，且实际数据持续差于预期。2021年全年，实际新增数据已经少于预期近140万人。
- II. **就业参与度显著低于疫情前水平。** 2020年1月疫情前美国的劳工就业参与度63.4%，疫情开始后于2020年4月跌至最低点60.2%，随后逐步回升。2020年6月劳工就业参与度回升至61.4%，但之后一直在61.5%左右徘徊，于2021年底缓慢回升至61.9%。这意味着有近1.5%的美国人口自新冠疫情开始后便退出劳工市场，且没有重回劳工市场的意愿。根据美国可参与劳动市场的约2.6亿人口估算，有约400万人自疫情开始后便退出劳工市场。
- III. **行业间的就业恢复差距不平衡。** 对比2021年11月和疫情前2020年1月的行业就业数据，按相差比例计算，采矿和伐木、信息技术、休闲和住宿、州政府、市镇政府这5个行业是恢复最缓慢的，其中休闲和住宿于2021年11月的就业人数仍然较疫情前下跌约7.6%。而交通仓储、金融服务和联邦政府这三个行业的就业已完全恢复并超越疫情前的水平。



**Fig 10: 美国失业率恢复迅速**



来源：St. Louis Fed、钟山资管研究

**Fig 11: 美国非农就业数据自 8 月起持续低于预期**

美国2021年非农就业数据变动			
	实际	预期	差值
1月	49,000	50,000	(1,000)
2月	379,000	182,000	197,000
3月	916,000	647,000	269,000
4月	266,000	978,000	(712,000)
5月	559,000	650,000	(91,000)
6月	850,000	700,000	150,000
7月	943,000	870,000	73,000
8月	235,000	750,000	(515,000)
9月	194,000	500,000	(306,000)
10月	531,000	450,000	81,000
11月	210,000	550,000	(340,000)
12月	199,000	400,000	(201,000)
总和	5,331,000	6,727,000	(1,396,000)

来源：Investing.com、钟山资管研究

**Fig 12: 美国劳工就业参与度恢复停滞**



来源：St. Louis Fed、钟山资管研究



**Fig 13: 行业间的就业恢复差距显著**

(Thousands)	Jan 2020	Nov 2021	Difference in Number	Difference in Percentage
Mining and Logging	689	645	-44	-6.39%
Construction	7615	7533	-82	-1.08%
Manufacturing	12792	12546	-246	-1.92%
Private Service-Providing	108349	105987	-2362	-2.18%
Trade, Transportation, and Utilities	27852	27751	-101	-0.36%
Wholesale Trade	5901.1	5747.3	-153.8	-2.61%
Retail Trade	15605.2	15434	-171.2	-1.10%
Transportation and warehousing	5798.1	6033.1	235	4.05%
Utilities	547.6	536.1	-11.5	-2.10%
Information	2910	2791	-119	-4.09%
Financial Activities	8849	8905	56	0.63%
Professional and Business Services	21437	21400	-37	-0.17%
Education and Health Services	24513	23772	-741	-3.02%
Educational services	3786.5	3622.5	-164	-4.33%
Health care and social assistance	20726.9	20149	-577.9	-2.79%
Leisure and Hospitality	16858	15581	-1277	-7.58%
Other Services	5930	5787	-143	-2.41%
Federal	2852	2879	27	0.95%
State government	5284	5030	-254	-4.81%
Local government	14653	13991	-662	-4.52%
Other Service-Providing	131138	127887	-3251	-2.48%

来源: Bloomberg、钟山资管研究

#### 4. 美国债务问题持续受到关注

在新冠肺炎疫情背景下，因特朗普政府大规模减税政策以及持续的经济刺激和疫情救济计划，美国联邦政府的债务不断攀升。虽然美国国会参众两院在过去几个月内通过短期上调联邦政府债务上限的法案，暂时避免联邦政府停摆以及联邦政府陷入债务技术性违约的风险。但是，上调联邦政府债务上限只能解决短期内的联邦政府资金告罄，但未真正消除美国的债务违约风险。随着拜登政府尝试通过 4 万亿美元的基建方案，以及美国财长耶伦寻求解除债务上限的限制，美国联邦政府债务问题很可能在未来几年愈发升温。

截至 2021 年第 3 季度末，美国的联邦政府债务已达到 **28.4 万亿**，较疫情刚开始的 2020 年第 1 季度末上升约 **22%**，而较 10 年前上升约 **92%**。而联邦政府负债与美国 GDP 的比例在 2021 年第 3 季度末约为 **123%**，相对比 2020 年第 1 季度为 **108%**，而 10 年前为 **94%**，2008 年金融危机爆发前则略高于 **60%**。美国联邦政府负债情况从 2008 年金融危机后持续攀升，而新冠疫情再次推动联邦政府的债务问题受到关注。

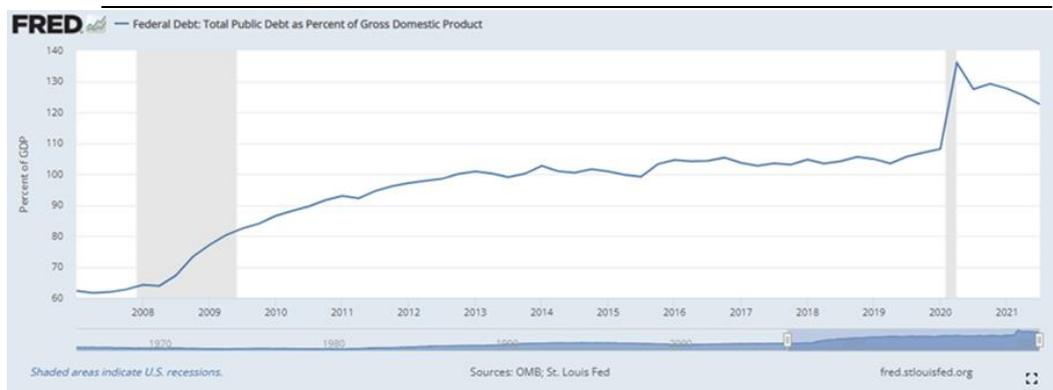


**Fig 14: 美国联邦政府负债额度持续上升**



来源: St. Louis Fed、钟山资管研究

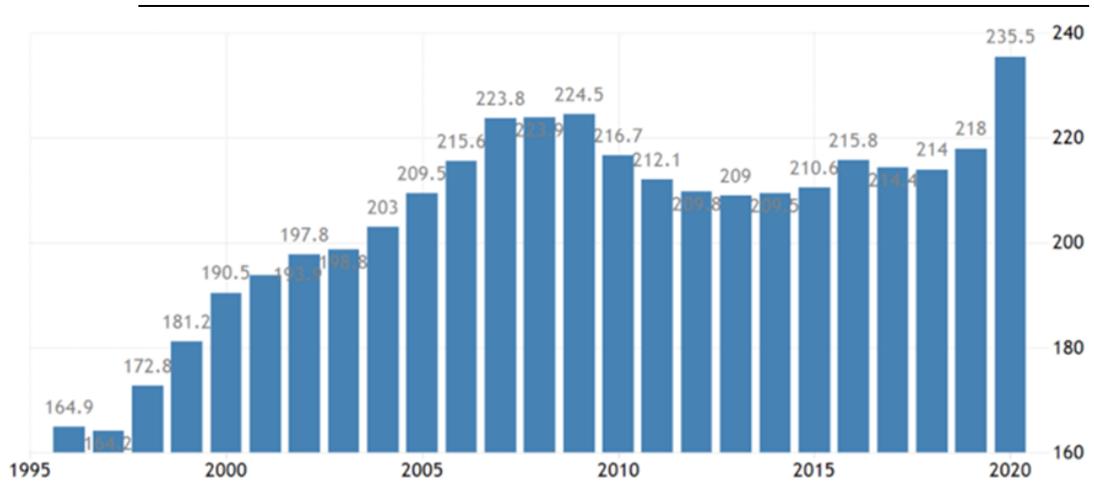
**Fig 15: 美国联邦政府偿债能力下降**



来源: Pavilion Global Markets、钟山资管研究

除美国的联邦政府外，美国的私营部门（包括非金融公司、家庭以及非营利机构）的债务问题在新冠疫情的催化下愈发不容乐观。美国私营部门负债于 GDP 的比例于 2020 年末达到历史最高的 **235.5%**（即超过 50 万亿美元），较 2019 年末上升 **17.5** 个百分点。

**Fig 16: 美国私营部门债务与 GDP 比例于 2020 年大幅攀升**



来源: tradingeconomics.com、钟山资管研究



## ► 2021 年主要投资市场回顾

### 1. 美国股市持续上涨，恐形成泡沫

2020年3月疫情爆发后，随着美联储出台宽松的货币及经济刺激政策，美股三大指数亦水涨船高。从2020年3月16日至2021年12月31日，标普500指数从2,304.92上升至4,766.19，涨幅为**106.78%**；纳斯达克综合指数从6,879.52上升至15,644.97，涨幅为**127.41%**；道琼斯工业平均指数从19,173.98上升至36,338.31，涨幅为**89.52%**。

此外，资产总额与美国经济基本面的短期背离，或许也进一步验证了资产已形成一定程度的泡沫。2021年第四季度，美联储总资产规模/GDP为36.92%，与近五年来的最低点17.94%（2019年7月1日）相比，增加了**18.98**个百分点，反映了GDP的增速不及美联储总资产规模的增速，资产总额与经济增长短期背离。

Fig 17: 标普 500 指数在疫情爆发大跌后持续上涨



来源：tradingview.com、钟山资管研究

Fig 18: 纳斯达克综合指数在疫情爆发大跌后持续上涨



来源：tradingview.com、钟山资管研究



Fig 19: 道琼斯工业平均指数在疫情爆发大跌后持续上涨



来源: tradingview.com、钟山资管研究

Fig 20: 美联储总资产规模与 GDP 占比在疫情爆发后飙升

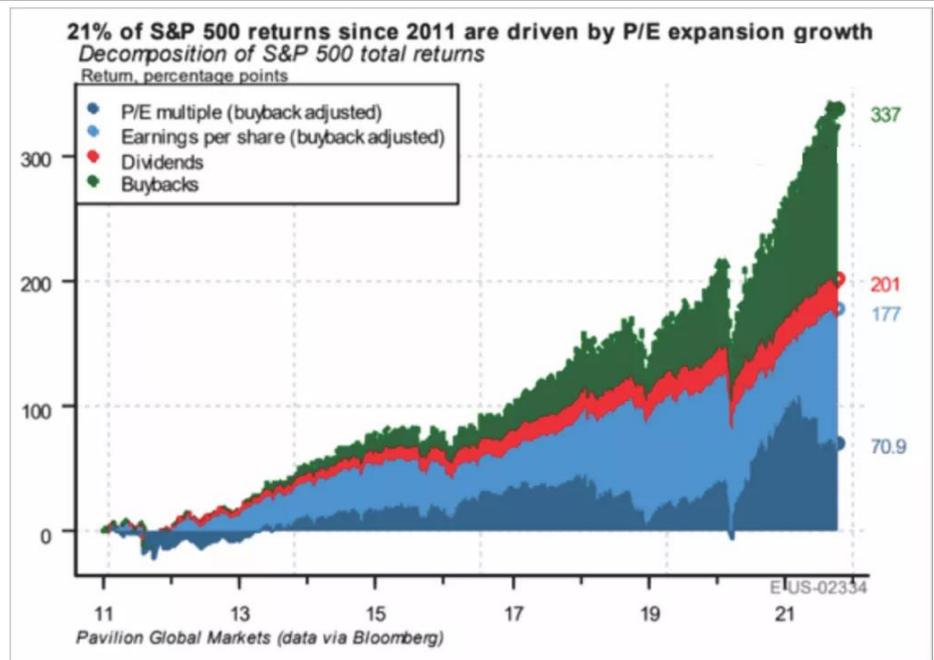


来源: macromicro.me、钟山资管研究

如下图所示，近期标普500指数的总回报按不同因素贡献可拆分为：**21.0%来自市盈率扩张、31.4%来自盈利增长、7.1%来自股息以及40.5%来自回购**。高级指数分析师Howard Silverblatt表示，标普500指数成分股公司于2021年第三季度回购总额可能超过2,240亿美元，将超过2018年第四季度2,230亿美元回购纪录。2021年全年总回购规模有望超过2019年的7,290亿美元。美股上涨来自回购的贡献已经超过了来自盈利增长的贡献，或许进一步表明泡沫已形成。



Fig 21: 标普 500 指数总回报构成的拆解, 回购已贡献最大占比



来源: Pavilion Global Markets、钟山资管研究

## 2. 香港股市高位回落后震荡下行, 跑输其他大部分市场

香港股市在2021年2月升至年内最高位后回落, 并在震荡中持续下行。从2020年2月17日至2021年12月31日, 恒生指数从31,084.94下跌至23,397.67, 跌幅为**24.73%**; 恒生科技指数从10,945.22下跌至5,670.96, 跌幅为**48.19%**; 恒生国企指数从12,228.63下跌至8,236.35, 跌幅为**32.65%**。恒生科技指数跌幅最为明显, 主要是受中国对互联网行业的监管影响。除此之外, 港股亦受新冠肺炎持续肆虐所导致的经济复苏放缓以及国内房地产行业债务违约和流动性风险等影响, 导致港股相关指数跑输全球其他大部分市场。

Fig 22: 2021 年恒生指数触顶后震荡下行



来源: ETNET、钟山资管研究



Fig 23: 2021 年恒生科技指数触顶后震荡下行



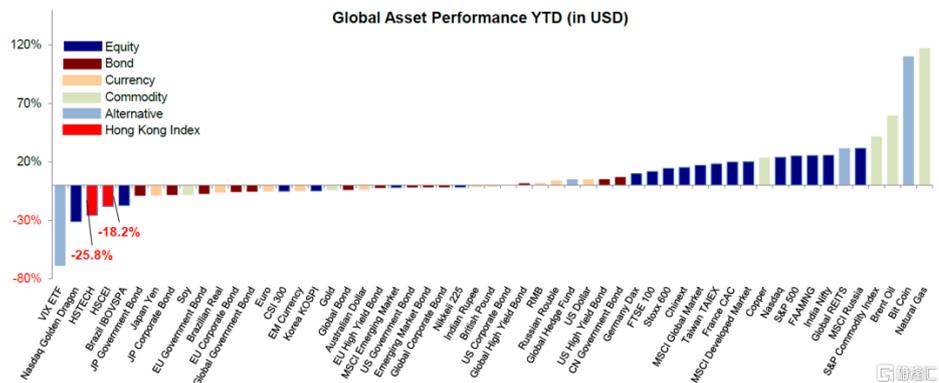
来源: ETNET、钟山资管研究

Fig 24: 2021 年恒生国企指数触顶后震荡下行



来源: ETNET、钟山资管研究

Fig 25: 2021 年恒生指数和恒生科技指数跑输全球其他大部分市场



来源: 中金公司、钟山资管研究

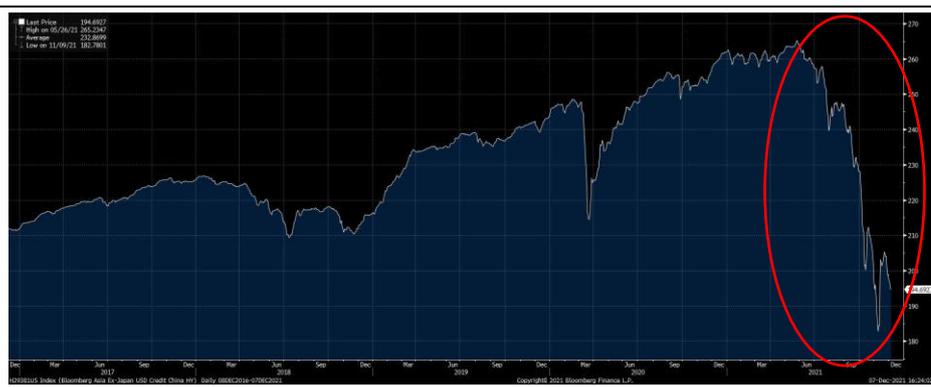


### 3. 海外中资高收益美元债受房企违约和流动性影响剧烈震荡

2021 年对整个中国房地产行业来说注定是动荡的一年。下半年以来，随着恒大被曝出债务违约风险，当代置业、花样年控股、新力控股、佳兆业等国内房地产企业的到期美元债均出现实质性违约，也有不在少数的房地产企业被曝出面临流动性危机。

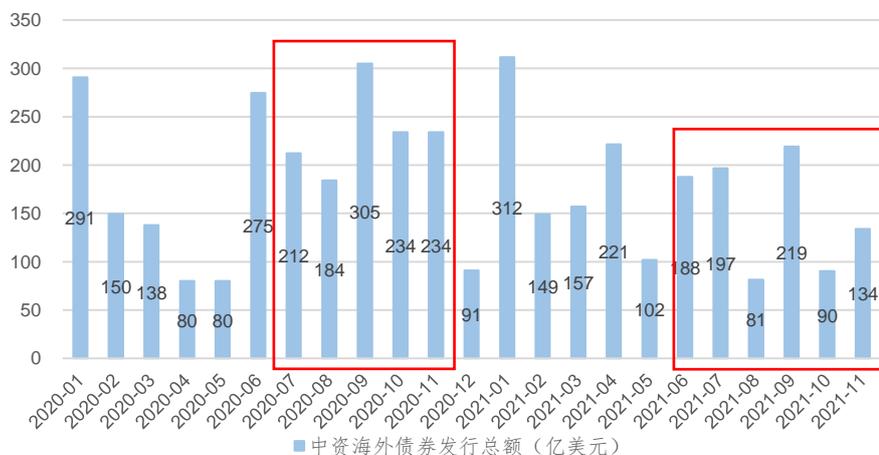
受个别房企债务风险暴露影响，房地产市场景气度全面下行，市场预期也较为悲观。地产高收益债券被大规模抛售，到期收益率曾一度**飙升至 26.63%**，为此投资者损失惨重。海外中资高收益美元债券指数于 2021 年下半年经历暴跌，从全年最高位约 265 点跌至最低位约 183 点，**跌幅超过 30%**。此外，中资海外债券发行总额于 2021 年下半年明显减少，2020 年 6-11 月发行总额约为 1,444 亿美元，2021 年 6-11 月发行总额约为 909 亿美元，**同比下降超 37%**。

Fig 26: 海外中资高收益美元债券指数于 2021 年下半年经历暴跌



来源: Bloomberg、钟山资管研究

Fig 27: 中资海外债券发行总额于 2021 年下半年明显减少



来源: Wind、钟山资管研究



#### 4. 加密货币 2021 年初至今尽管回报为正，但是大幅震荡

2021 年加密货币经历了大幅震荡上行的行情。比特币从年初开盘约 28,994 美元，截至 12 月 31 日，上涨至约 46,306 美元，涨幅约 60%；以太币从年初开盘约 738 美元，截止 12 月 31 日，上涨至约 3,683 美元，约为年初价格的 5 倍。

尽管主流加密货币上涨势头迅猛，但容易暴涨暴跌、无实际价值支撑等问题仍然存在，同时也有可能面临不定时的监管风险。

Fig 28: 比特币 2021 年内大幅波动回落后仍有 60%涨幅



来源: Yahoo Finance、钟山资管研究

Fig 29: 以太币于 2021 年以来大幅上涨刷新历史新高后回落



来源: Yahoo Finance、钟山资管研究



## ► 2022 年中国宏观经济展望

根据中国社会科学院发布的《经济蓝皮书：2022 年中国经济形势分析与预测》显示，预计 2021 年中国经济增长 8.0%，2020—2021 年两年平均增长 5.1%。考虑到全球疫情仍在持续，预计 2022 年中国经济增长 5.3% 左右，2020—2022 年三年平均增长 5.2%。

在 12 月 11 日召开的“2021—2022 中国经济年会”中，“稳”是今年中央经济工作会议最为突出的关键词。会议提出了做好明年经济工作的七大政策：宏观政策要稳健有效；微观政策要持续激发市场主体活力；结构政策要着力畅通国民经济循环；科技政策要扎实落地；改革开放政策要激活发展动力；区域政策要增强发展的平衡性协调性；社会政策要兜住兜牢民生底线。

### 1. 经济转型仍是当务之急

2021 年经济放缓主要是由于经济转型的积极举措，包括房地产行业的收缩、碳中和及碳达峰的推进、互联网行业的强监管和在线教育政策的冲击。自 2017 年以来，这些行业政策制度发生了重大的变化，而 2021 年政策执行力度最大的一年。在新的体制下，政策侧重于增长质量，以创新（或高生产力）、绿色和共同富裕为主要的转型目标。

住房政策的调整将旨在避免出现尾部风险。房地产行业的放缓是最大的风险因素，无序的扩张将导致严重的宏观和金融市场后果。由于住房需求减弱（与人口结构变化、新增结婚人数、城市化和住房所有权相关等），将导致更严格的政府政策和更高的家庭债务，因此房地产放缓不仅是周期性的，也是结构性的。中国政府的底线是避免政策引发房地产市场崩溃，因此可以预期在正常情况下金融活动将会持续开展，包括提供按揭贷款、为房地产开发商提供营运资金融资，以确保在建项目顺利完工。

脱碳政策的调整将旨在避免过度的政策执行，并减轻能源的暂时中断以及价格飙升所带来的负面影响。中国的政策目标是支持绿色产业，限制高耗能产业并支持经济增长重回正轨。

纵观 2021 年，中国政府在新经济领域推出了一系列的监管政策，例如金融科技监管、反垄断规则、禁止 K9 教育的营利性学术辅导、数据隐私的监管等。预计 2022 年的重点将放在政策的实施上。监管上的变化旨在建立健康和可持续的新经济领域的增长环境，长远而言持续看好新经济的发展。



总的来说，持续的经济结构转型意味着不同行业的表现将在 2022 年持续分化。中国政府支持的行业包括制造业升级、绿色投资和农村区域发展，与此同时受住房、基建和脱碳等政策影响的行业将预计持续表现不佳。

## 2. 2022 年的风险因素

2021 年中国经济经历了一系列政策冲击，经济增长的放缓亦快于预期。相关政策制度的变化将继续在 2022 年对中国经济产生影响，随着政府尝试利用中性的宏观政策和调整后的行业政策来平衡短期下滑压力，政策带来的冲击将相对温和。尽管如此，中国经济在 2022 年仍将面临各种不确定因素，具体如下：

- I. **房地产市场发展所带来的风险：**主要住房市场指标出现显著的下降（新房开工和房屋销售），住房需求在2017年左右达到峰值，达到2,020万套，并且2020年下降至1,640万套，预计将进一步下降到2030年的1,270万套。因此目前房地产放缓不仅是周期性的，也是结构性的。房地产放缓可能会持续更长时间并拖累宏观和金融市场表现。
- II. **劳动力市场状况、家庭收入增长和消费复苏的相关风险：**尽管官方公布的劳动力市场统计数据显示相对乐观，2021年12月份全国城镇调查失业率为5.1%，比2020年同期下降0.1个百分点。尽管如此，实际情况似乎表明劳动力市场条件有恶化的迹象，尤其是在受政策影响的行业，例如教育、住房、互联网、高耗能行业），均出现失业和减薪的情况。此外，结构性失衡的劳动力市场仍然是一个主要的政策问题，例如在制造业劳动力供应方面的短缺，以及大学毕业生和年轻工人所遇到的求职困境。其风险在于，如果劳动力市场状况恶化，家庭收入增长将放缓，并阻碍消费的复苏。
- III. **中美关系依然是最大的风险因素之一：**2022年中美关系积极的一面来自于关税的下调，相互降低关税可能有助于缓解通货膨胀。冲突可能来自于不同的意识形态和核心国家利益。



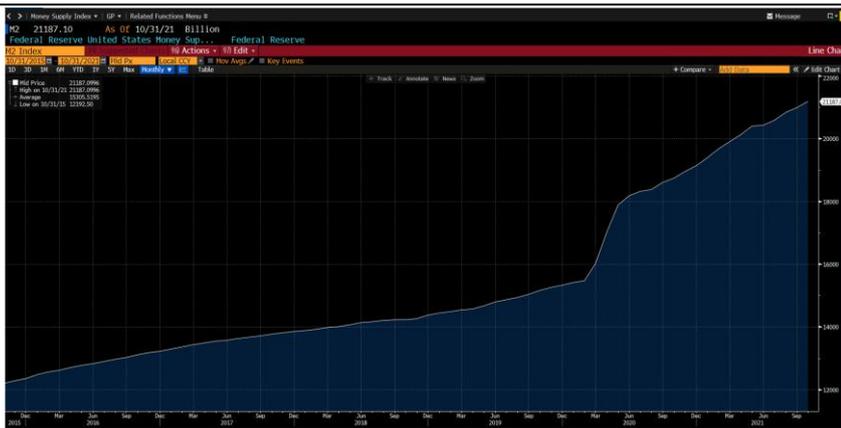
## ► 2022 年美国宏观经济展望

### 1. 美联储或许会加快缩减购债规模 (Taper)

美联储于 2021 年 11 月 3 日宣布，从本月开始将把每月 1,200 亿美元的国债和抵押支持证券(MBS)购买规模缩减 150 亿美元，并计划在 2022 年年中彻底结束购债计划。

自疫情发生以来，美联储每月购买至少 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元的房产抵押贷款证券，最初是为了稳定金融市场，后来是为了压制长期利率。自 2020 年 3 月以来，美联储持有的此类证券已增加超过一倍，达到约 8 万亿美元。此外，从 2020 年 3 月至 2021 年 9 月，美联储增持了近 3 万亿美元国债，占到财政部债券融资规模的 58.9%，美联储的大规模 QE 带来了财政赤字货币化的风险。

Fig 30: 新冠疫情期间美国 M2 货币供应量快速增加



来源: Bloomberg、钟山资管研究

Fig 31: 新冠疫情期间美联储购债规模快速增加



来源: Bloomberg、钟山资管研究



## 2. 2022 年美国加息预期逐渐升温

为应对疫情对美国经济增长带来的冲击，2020 年 3 月以来，美联储维持联邦基金利率在极低的水平，于 0-0.25% 的区间。市场加息预期自 10 月初不断升温，当时预期美联储最早将于 2022 年 7 月至少加息 1 次 (25BP)，预期 2022 年 11 月美联储将至少加息 2 次 (每次 25BP)。然而截至 2021 年 12 月，因通货膨胀居高不下，市场预期美联储很可能 2022 年全年预计加息 3 至 4 次。两年期国债收益率近期亦随加息预期升温而上升。

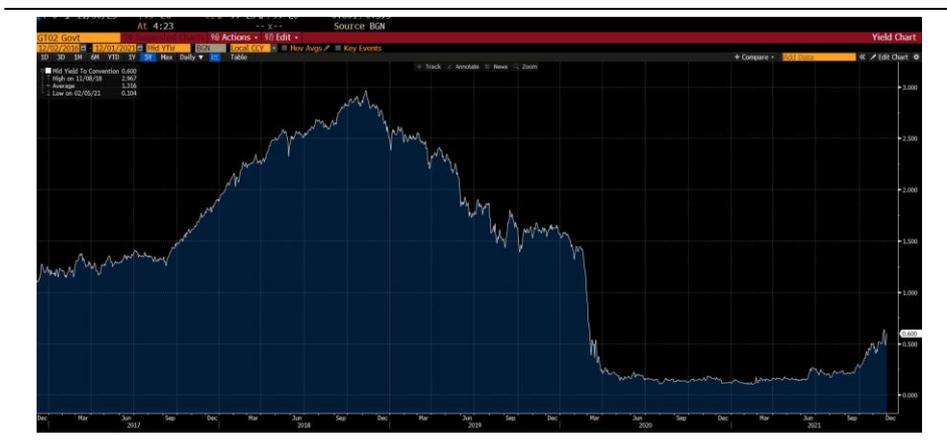
虽然 11 月份随着南非出现新变种病毒后，资金流入避险资产，2021 年 11 月 27 日美国两年期和十年期国债收益率均出现自 2020 年 3 月以来最大单日跌幅，分别下跌 14.2 和 16 个基点，至 0.52% 和 1.48%，导致当时市场对加息预期降温。但是南非新变种病毒被证明住院率和致死率低于 Delta 变种病毒，且在通货膨胀的推动下，市场预期美联储大概率会提前加息的步伐，很可能在 2022 年 3 月就开始第一次加息。

Fig 32: 新冠疫情爆发后美国联邦基金利率降至极低水平



来源: Bloomberg、钟山资管研究

Fig 33: 美国两年期国债收益率近期随加息预期升温而上升



来源: Bloomberg、钟山资管研究

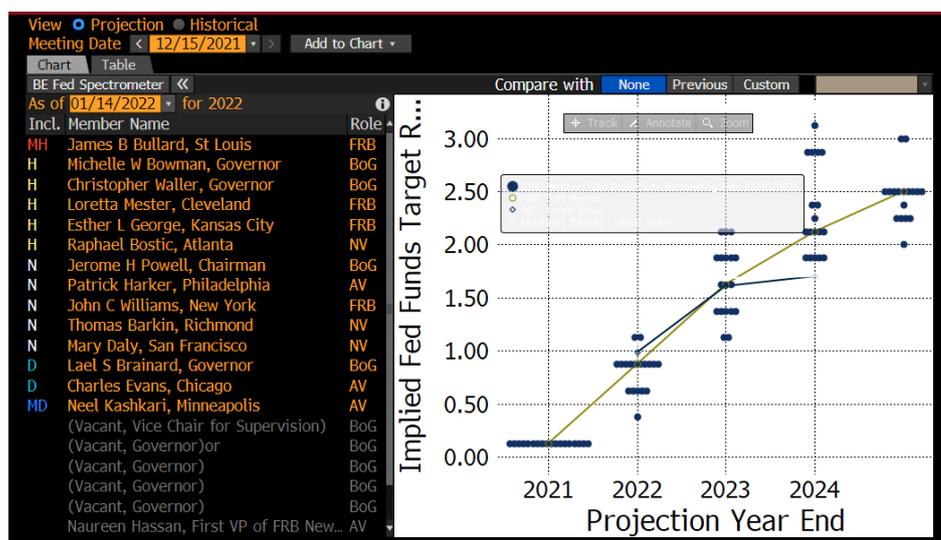


Fig 34: 美国十年期国债收益率近期随着加息预期变化而波动



来源: Bloomberg、钟山资管研究

Fig 35: 美联储加息预期未来逐年上升



来源: Bloomberg、钟山资管研究



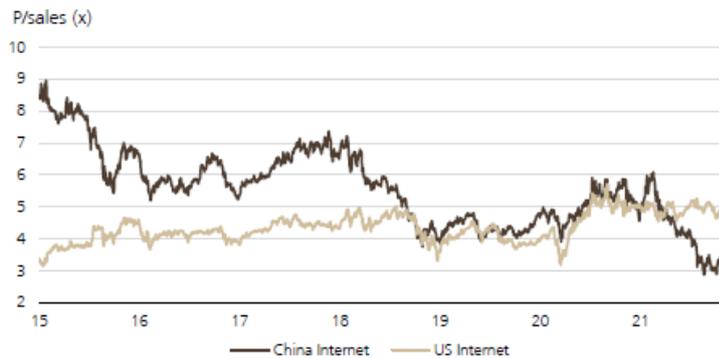
## ► 2022 年中国股票投资策略

### 1. 新经济科网股估值迎来修复的机会

中国政府针对互联网巨头的反垄断、数据安全等方面的处罚与监管已在 2021 年密集落地，其监管步伐已赶上发达国家，迄今为止的补救措施与国际惯例一致，并且没有显著破坏现有的商业模式。投资者的恐慌情绪已在 2021 年集中释放，相关政策的出台在第四季度已基本接近尾声，政策方面对中概科网股的影响已利空出尽，监管政策负面冲击的边际逐步递减。

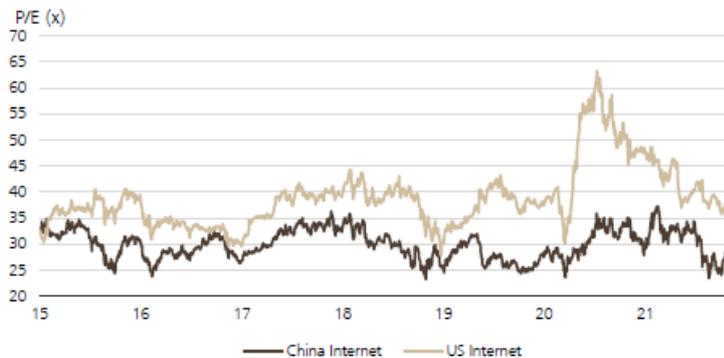
此外，互联网公司仍然是中国经济增长、就业和创新的主要驱动力。政策监管带来的潜在影响已经在股价中得到体现，行业盈利下调压力缓和。如下图所示，中国互联网股票的市销率（PS）处于历史低位，市盈率（PE）也处于低位。与其他可比行业的市盈率（PE）相比，25.3x 低于美国互联网（40.8x）、中国医疗保健（35.2x）、中国汽车及新能源车（98.4x）以及中国太阳能供应链（29.1x）。中国互联网行业的估值相对吸引，2022 年或迎来修复的机会。

Fig 36: 中国互联网股票的市销率（PS）处于历史低位



来源：UBS、钟山资管研究

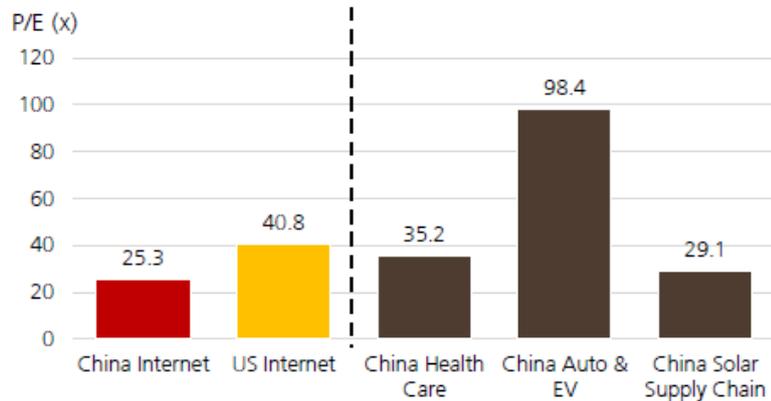
Fig 37: 中国互联网股票的市盈率（PE）处于低位



来源：UBS、钟山资管研究



Fig 38: 中国互联网股票的市盈率（PE）低于其他可比行业



来源：UBS、钟山资管研究

## 2. 新能源车销量持续增长，看好产业链未来表现

2021 年全球新能源汽车销量大幅增长。展望未来，全球新能源汽车销量高增长有望延续，预计 2022 年全球新能源汽车销量超 860 万辆(+34%)，对应中国市场销量指引 450 万辆(+36%)、欧洲市场销量指引 275 万辆(+25%)、美国市场销量指引 90 万辆(+50%)。

2021 年 7 月，研究机构 EVTank、伊维经济研究院联合中国电池产业研究院在北京发布了《全球新能源汽车市场中长期发展展望（2030 年）》，报告预测到 2025 年全球新能源汽车销量将达到 1,800 万辆，该预测数据之前预测的 1,640 万辆上调了 10%。

展望 2030 年，EVTank 预计全球新能源汽车市场销量将达到 4,000 万辆，渗透率将达到 50%左右，届时 90%以上的新能源汽车将是纯电动汽车，而中国将是全球最大的新能源汽车市场。

在未来预测整体市场持续增长的背景下，我们看好新能源车产业链中核心企业的长线股价表现。港股中不乏相关的优质标的，包括整车制造及销售中的比亚迪（1211 HK）、理想汽车（2015 HK）、小鹏汽车（9868 HK）等，以及核心零部件及配件和动力电池原材料中的敏实集团（425 HK）、福耀玻璃（3606 HK）、赣锋锂业（1772 HK）等。



Fig 39: 未来全球新能源汽车销量预计持续增长

图表1: 2030年全球新能源汽车销量预测: 万辆



数据来源: EVTank, 伊维智库整理, 2021.07

来源: 《全球新能源汽车市场中长期发展展望 (2030年)》、钟山资管研究



## ► 2022 年美国股票投资策略

美国三大指数经历了 2021 年的牛市行情后，2022 年受到经济增长放缓、美联储收紧政策和无风险利率上升等影响，以及民主党提出的加税法预期对明年美股的盈利增速造成的冲击，**标普 500 的 EPS 增速预计将从 2021 年的 44.6% 大幅放缓至 8.4%**。部分分析认为，2022 年美股大部分的上行空间应该还会实现，但是整体表现会更温和；亦有部分分析认为，经历了 2021 年的上涨后，美股已形成一定程度的泡沫，加上美国经济增长疲乏的情况难以快速改善，故看淡 2022 年美股指数的整体表现。

将目标放在具有**高盈利能力、高利润率、保持稳定收益增长**，而且**可以将供应链中的价格上涨传递给消费者以扩大利润率**的行业能够在**明年通胀率高企、盈利增速减慢的环境下保障回报**。这些行业包括**金融、能源、必须消费品、原材料及工业板块**，而非必须消费商品行业的表现则会因通胀、供应链问题仍未得到完全解决的阻碍下变得相对虚弱。金融股和能源股是寻求收益率抵御通胀的最佳选择，而美国国会参议院早前通过的 1 万亿美元传统基建计划落实后，建筑和工程机械等行业也有望受益，因此原材料及工业板块可以看好。对于科技股而言，需对个股进行谨慎研究，具有持续盈利能力且保持稳定增长的科技股仍有投资价值，但是美联储紧缩的经济政策对尚未实现盈利的科技股造成利空。

**我们建议在选择股票标的时候要确保它们具有合理的估值，寻找相对较低市盈率的股票**。考虑到 2022 年可能遇到的障碍，我们认为对于美股而言，维持多元化的投资策略是必要的，分散投资组合以管理市场风险并确保持有股票从市场的不同领域获得增长非常重要。

根据 JP Morgan 的分析，如下图所示，由于 2021 年美国普遍复苏，所以 2022 年美股各产业的企业获利增长也就不再分歧，除了 S&P 500 指数仍有 11.6% 的获利增长率之外，消费、能源、工业与通讯等产业的获利预估也明显超越大盘，可见 JP Morgan 对美股明年展望依旧乐观。



Fig 40: 美股各行业盈利增长率预估

產業名稱	2021年 Q2獲利年增預估	2021年 獲利年增預估	2022年 獲利年增率預估
循環消費	270.9%	78.6%	31.7%
必須消費	10.1%	51.5%	8.0%
能源	225.5%	1042.0%	27.8%
金融	100.3%	46.1%	-1.0%
健康醫療	10.8%	15.3%	6.1%
工業	568.5%	85.8%	36.9%
原物料	115.2%	67.9%	1.6%
房地產	24.7%	14.4%	6.0%
資訊科技	31.6%	25.9%	11.4%
通訊服務	39.8%	26.0%	13.2%
公用事業	-0.9%	1.4%	7.8%
S&P 500	30.9%	37.2%	11.6%

来源: JP Morgan、钟山资管研究

如下图所示, 90年代后, 美国10年国债收益率持续下降, S&P 500呈持续上涨的趋势, 反映两者存在负相关的关系。

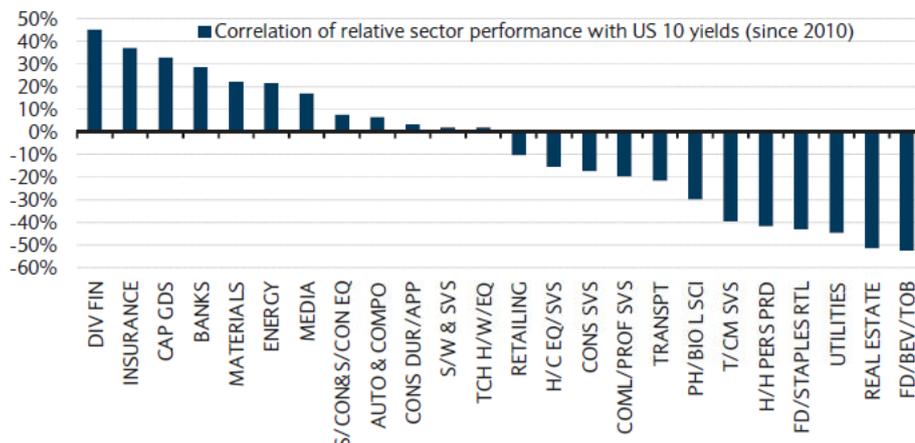
Fig 41: S&P 500 和美国10年国债收益率在90年代后走势相反



来源: isabelnet.com、钟山资管研究



Fig 42: 2010-2015 年行业股票表现和美国 10 年国债收益率的关系



来源：Barclays Research、钟山资管研究

从历史过往的情况来看，特别是 70 和 80 年代初，当时利率较高，估值较低，回报不佳。也就是说，当利率非常低时，利率和股票之间的关系会发生变化。在当前水平上，利率和估值之间的关系更加模糊。至少从历史上看，当利率从低位上升时，股票估值更有可能上升而不是下降，就像目前的情况一样。我们认为，美股 2022 年的走势可能比以往任何时候都更加难以预测。



## ➤ 2022 年环球债券市场投资展望

### ➤ 美国债券投资展望

#### 1. 美国国债收益率曲线预计更为平坦

从过往近 20 年的数据来看，短期美国国债收益率与美联储基准利率有着很强的相关性，可以认为短期美国国债的收益率为美联储基准利率的前瞻指标，代表着债券投资人对美联储基准利率的预期。而长期美国国债收益率更可以被认为是债券投资者对美国长期经济增长的预期。

**Fig 43: 2 年期美国国债收益率可以被视为美联储基准利率的前瞻指标（白线为 2 年期美国国债收益率，蓝线为美联储基准利率）**



来源：Bloomberg、钟山资管研究

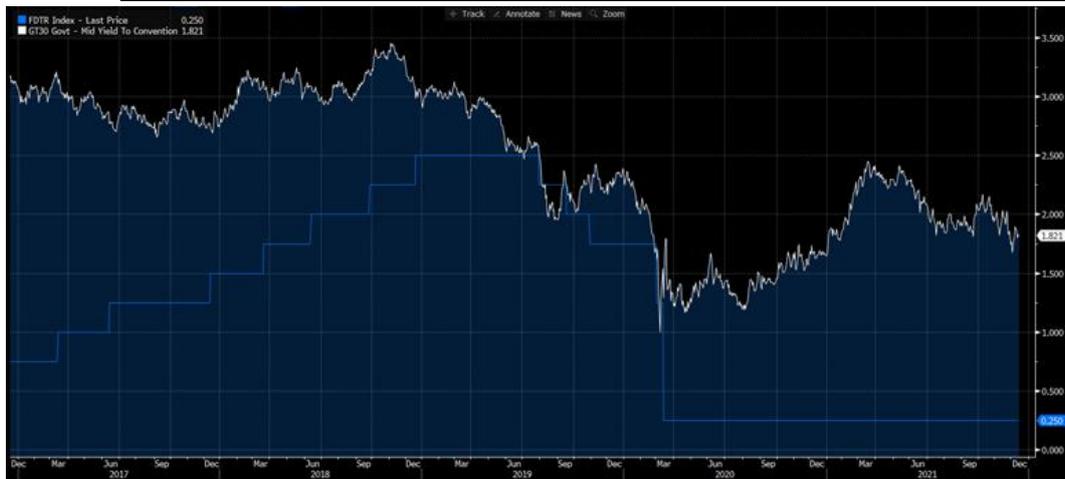
**Fig 44: 10 年期美国国债收益率与美联储基准利率关联性相对较弱（白线为 10 年期美国国债收益率，蓝线为美联储基准利率）**



来源：Bloomberg、钟山资管研究



**Fig 45: 30 年期美国国债收益率与美联储基准利率关联性弱，主要代表美国长期经济预期（白线为 30 年期美国国债收益率，蓝线为美联储基准利率）**



来源：Bloomberg、钟山资管研究

在美国通货膨胀持续上升以及物价上涨速度超出预期的背景下，美联储 12 月 15 日决定加快缩减量化宽松，并预计 2022 年内将加息三次至四次。美联储快于预期的加息步伐将会带动短期美国国债的收益率持续上升。然而，美国经济并没有实现从新冠疫情中完全复苏，且经济复苏已初现疲态，而美联储加息导致的私营部门信贷成本上升将会对经济复苏造成负面影响，故长期美国国债收益率大概率将在 2022 年保持平稳或受到短期利率带动而略微上升。因此，美国国债收益率曲线预计将会在 2022 年持续趋于平坦，也暗示着投资者对经济增长和货币政策不确定性的担忧。短期美国国债的收益率的上升为短期美国国债的投资利空，很可能在 2022 年录得亏损。

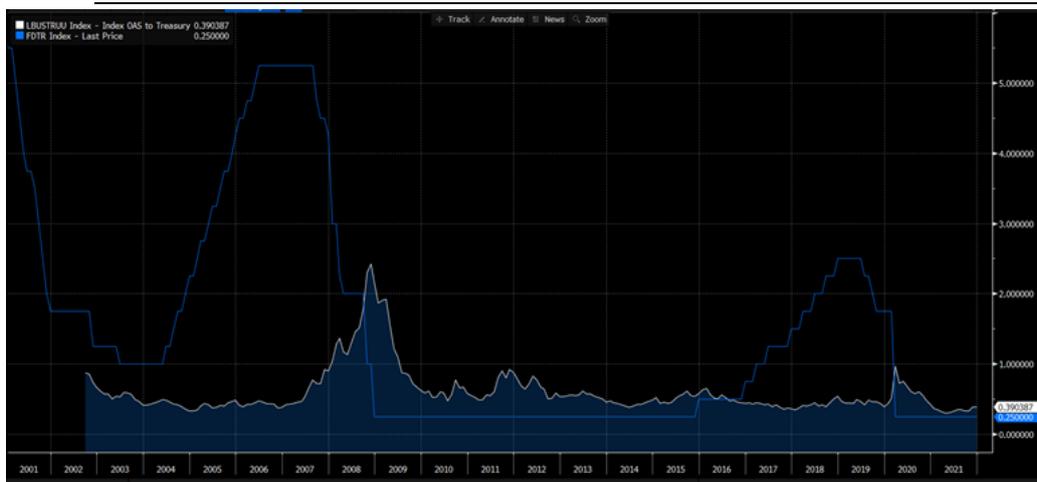
## 2. 美国公司债券收益率利差预计平稳，到期收益率预计上升

2021 年美国公司债券的到期收益率较 2020 年末有所上升，但主要是受到国债债券收益率上升的带动，而非受到公司债券的利差所影响。2021 年美国公司债券的收益率利差仍处于历史低位，投资级公司债券收益率利差较 2020 年末持平，高收益公司债券收益率利差较 2020 年末略微下降。同时，美国公司债券的违约率已于 2021 年降至历史低位。

历史数据显示美国公司债券（包括投资级和高收益）的到期收益率利差与美联储基准利率存在滞后的相关，很可能基准利率变动造成的影响需要几年时间传导至公司信用状况。



**Fig 46: 美国投资级债券到期收益率利差滞后于美联储基准利率（白线为美国投资级债券收益率利差，蓝线为美联储基准利率）**



来源：Bloomberg、钟山资管研究

**Fig 47: 美国高收益债券收益率利差同样滞后于美联储基准利率（白线为美国高收益债券收益率利差，蓝线为美联储基准利率）**



来源：Bloomberg、钟山资管研究

预计 2022 年美联储加息的动作不会在当年对美国公司债券的利差造成影响，加息带来的负面影响需要几年时间传导至美国公司债券。但是短期美国国债收益率的上升仍会带动 2022 年美国公司债券收益率的上升，从而对美国公司债券的价格下跌，故预计 2022 年美国公司债券的投资回报将会为负数。

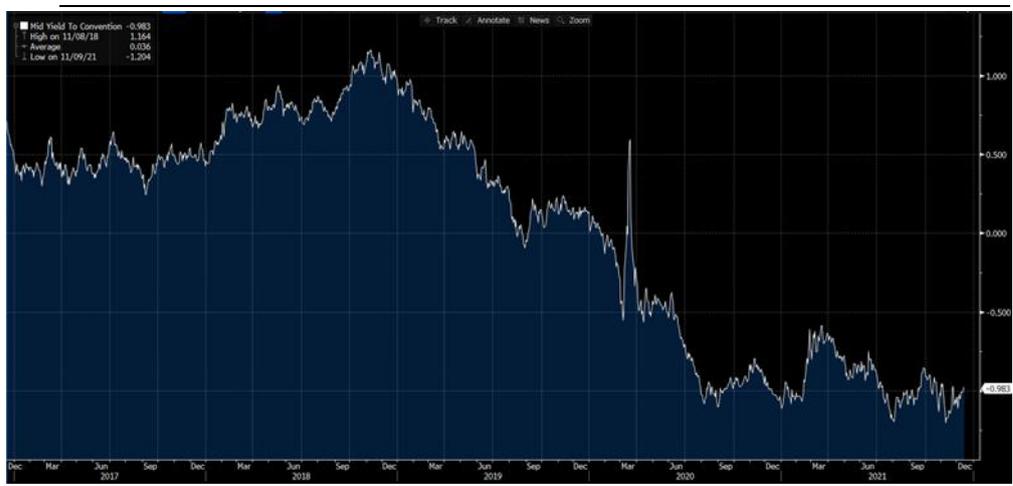


### 3. 高通胀下美国债券的实际回报率不容乐观

美国 2021 年 12 月的 CPI 已经达到年化 7.0%，已创 30 年来新高，且预计通货膨胀将会在 2022 年持续。在高通胀的背景下，投资低利率的美国债券已经不是一个明智的选择。

美国 10 年期国债的实际到期收益率（即 10 年期通胀挂钩票据的到期收益率）已经跌为负数。预计在 2022 年，预计 10 年期债券名义收益率保持平稳的预测下，高通胀的预期将拉动美国国债的实际年化收益率大概率仍为负数，这意味着投资美国债券的实际利率为负数。

Fig 48: 在高通胀背景下，美国 10 年期通胀挂钩国债年化收益率为负

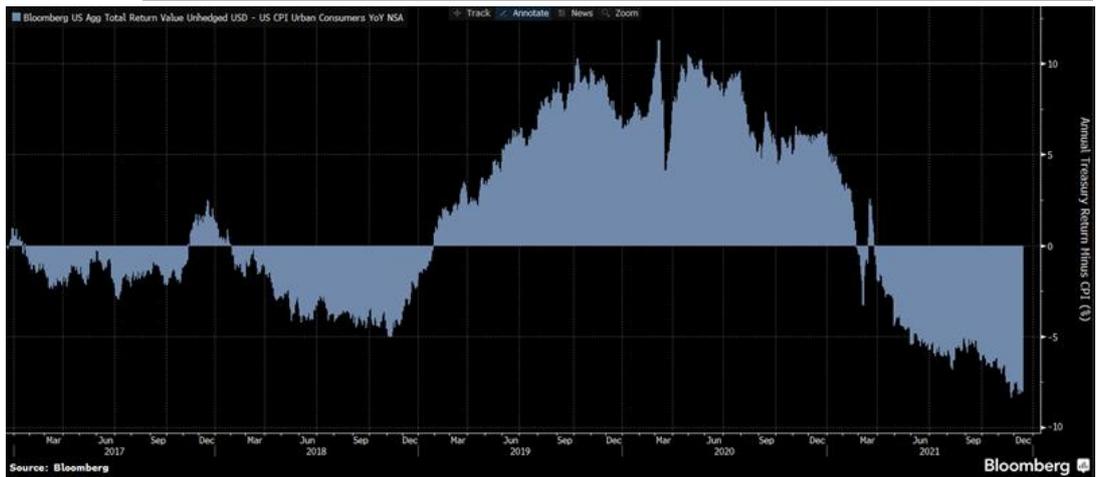


来源：Bloomberg、钟山资管研究

美国公司债券的投资回报在高通胀背景下同样不是明智的选择。美国投资级债券指数在过去 12 月的投资回报扣除年化 CPI 后，得出的实际投资回报率已于 2021 年 4 月开始转为负数。且随着通货膨胀的不断走高，实际投资回报率也相对于持续下跌。美国高收益债券虽然较投资级债券有更高的利差来抵御持续上升的通胀，但是美国高收益债券和投资级债券都面临着因为国债收益率上升而带来的债券价格亏损，居高不下的通货膨胀对公司债券的投资更是雪上加霜。



Fig 49: 在高通胀背景下，美国投资级公司债券 12 个月实际回报率也转负



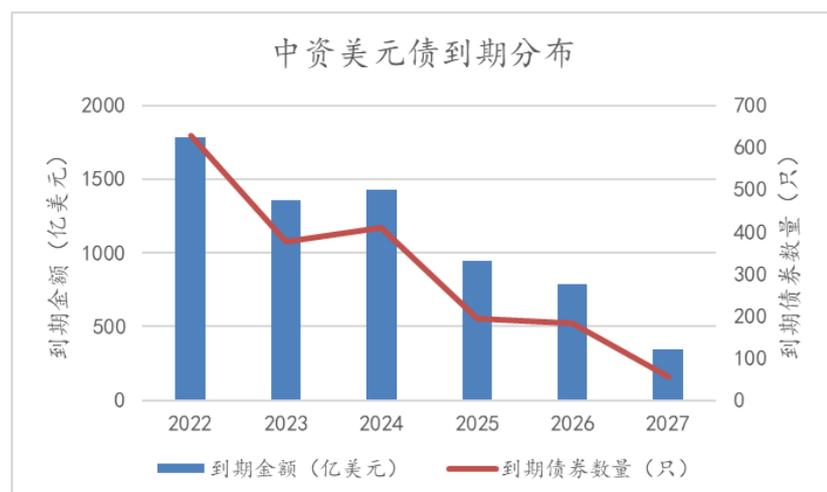
来源：Bloomberg、钟山资管研究

## ➤ 中资美元债券投资展望

### 1. 2022 年中资美元债的风险仍将上升

2022 年是中资美元债的还款高峰，共计 628 只 1,784 亿本金的中资美元债到期（而作为对比，2021 年共计 426 只约 1,346 亿本金的债券到期）。可以说 2022 年是自中资美元债市场创立以来，还款金额最高的一年。2022 年到期的债券主要集中于，房地产行业占最大比重为约 553 亿美元，其次是银行和金融机构约 460 亿美元，第三为地方政府融资平台（城投）约 172 亿美元。

Fig 50: 中资美元债将于 2022 年集中到期



来源：Bloomberg、钟山资管研究（截至 2021 年 12 月 16 日）

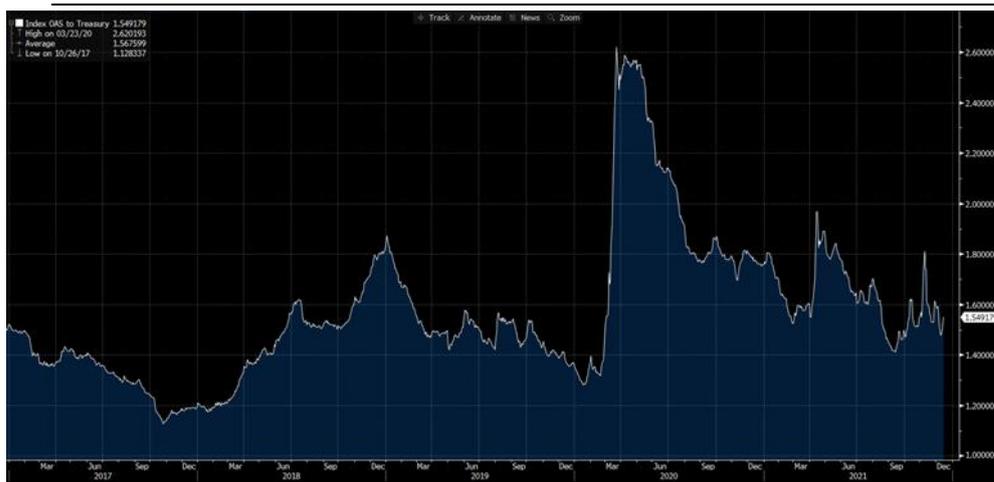


然而，经过 2021 年华融事件和房地产行业大规模债务后，一些曾经极度依赖新债还旧债的高杠杆低评级公司很难继续在中资美元债一级市场进行融资。而由于监管等原因，这些企业在境内的融资渠道也同样收窄。因此，这些高杠杆低评级的公司将持续面临流动性紧张的局面，在美元债集中到期的背景下，这些公司于 2022 年发生债务危机的可能性上升，从而拖累市场整体表现。

## 2. 投资级债券利差高于美国，但考虑通胀后收益为负

投资级中资美元债主要由银行及金融机构、国企、大型科技公司和高信用的其他民企发行。投资级中资美元债的利差在 2021 年于 1.4% 至 1.8% 之间波动，显著高于美国投资级公司债券。因投资级中资美元债的发行主体不容易受到经济放缓的影响，预计 2022 年投资级中资美元债的利差将保持稳定。

Fig 51: 投资级中资美元债的利差较为稳定



来源：Bloomberg、钟山资管研究（截至 2021 年 12 月 16 日）

但是投资级中资美元债会受到短期美国国债收益率的上行影响，债券价格面临下跌压力，从而可能于 2022 年录得负的投资回报率。此外，美元通货膨胀同样对投资级中资美元债的真实投资回报率造成冲击，故预计调整通胀后的投资亏损将会更严重。

值得注意的是，投资级中资美元债的投资组合存在受到个别发行人信用风险的冲击。在市场情绪极度敏感的背景下，一旦个别投资级发行人出现信用问题，其发行的美元债券会在短期间内大幅下跌。例如 2021 年初的华融事件时，华融一年内到期的美元债券曾下跌近 30%；12 月的世茂集团债务问题爆发时，其一年内到期的美元债券下跌超 40%。



### 3. 高收益中资美元市场的信用风险将会持续

高收益中资美元债市场由房地产企业主导，其他组成部分包括低质量地方政府融资平台、矿产和其他行业民企构成。因受到房地产行业债务危机的影响，高收益中资美元债于 2021 年损失超过 20%。但是，高收益中资美元债发行人的信用状况并未发生好转，故预期 2022 年高收益中资美元债市场的信用风险将会继续。

对于房地产行业高收益发行人而言，2022 年很可能有更多的地产高收益发行人爆发债务危机。虽然自 2021 年 11 月以来，房企境内的融资环境回暖，发行人民币债券已及 ABS 的数量上升，以及银行开始增加对房地产业的贷款金额。但是，融资环境回暖的受益方更多是以国资背景、城投背景和高信用的民营背景房企，大部分高收益房企的融资环境依旧持续恶化。高收益房企过去曾高度依赖信托和境外美元债等非银融资渠道，但随着国家对信托融资的监管加强及中资高收益美元债一级市场冻结，高收益房企获得资金的渠道收窄，并且通过发行新债还旧债和进行信托延期愈发困难。在高收益房企手头流动性紧缩和再融资渠道堵塞的前提下，随着境外美元债和信托贷款逐步到期，高收益房企很可能没有足够的现金偿还到期债务，到期债务违约事件大概率更为频繁。

Fig 52: 即将于 2022 年 1 月到期的房地产高收益美元债

到期日	发行人主体	债券名称	债券余额	发行人评级
1/3/2022	龙光集团	LOGPH 5 3/4 01/03/22	61,789,000	BB
1/11/2022	合景泰富	KWGPRO 6 01/11/22	250,000,000	B+
1/11/2022	阳光城	SUNSHI 5.3 01/11/22	24,690,000	C
1/13/2022	富力	GZRFPR 5 3/4 01/13/22	725,000,000	CC
1/16/2022	金辉控股	JNHUIG 10 1/2 01/16/22	300,000,000	B+
1/18/2022	荣盛	RISSUN 8.95 01/18/22	292,000,000	B-
1/18/2022	大发地产	DAFAPG 9.95 01/18/22	165,000,000	B
1/20/2022	奥园	CAPG 4.2 01/20/22	188,000,000	C
1/21/2022	上坤	SUNKWP 12 3/4 01/21/22	185,000,000	N/A
1/23/2022	旭辉	CIFIHG 5 1/2 01/23/22	509,700,000	BB
1/23/2022	奥园	CAPG 8 1/2 01/23/22	500,000,000	C
1/23/2022	禹洲	YUZHOU 8 5/8 01/23/22	242,069,000	B
1/23/2022	祥生	SHXREG 12 1/2 01/23/22	300,000,000	B-
1/25/2022	禹洲	YUZHOU 6 01/25/22	347,450,000	B
1/31/2022	中梁	ZHLGHD 7 1/2 01/31/22	203,190,000	B+

来源: Bloomberg、钟山资管研究 (截至 2021 年 12 月 16 日)



虽然地方政府融资平台发行的美元债未在 2021 年发生违约。但曾于 2020 年，青海省投和天津物产发生过美元债违约。且在人民币在岸债券市场，2021 年有 65 只由中央政府或地方政府控股公司发行的债券发生违约。地方政府融资平台于前几年市场融资环境良好的时候大量融资进行投资。但是随着市场走冷，前期投资并未产生足够的回报，低资质、低信用的地方政府融资平台逐渐开始出现债务问题。高收益中资美元债投资人需要注意个别高收益地方政府融资平台的信用风险。

## ► 其他市场债券投资展望

### 1. 发达国家债券投资处境与美国类似

其他发达国家（例如欧元区和日本）的债券都面临类似美国债券投资存在的一系列挑战。由于经济低迷导致央行持续采用极度宽松的货币政策，致使国债收益率长期保持低迷。甚至部分国家例如德国和日本早已经出现债券投资的负利率。宽松的货币政策也同样压低公司债券的利差，致使公司债券的到期收益率也不容乐观。同时，如果发达国家在 2022 年跟随美联储的脚步进行加息，很可以也同样会引发债券到期收益率上升，致使债券价格下跌，引发债券投资亏损的情况。此外，若考虑通货膨胀和汇率风险等因素，其他发达国家债券投资的回报更为不容乐观。

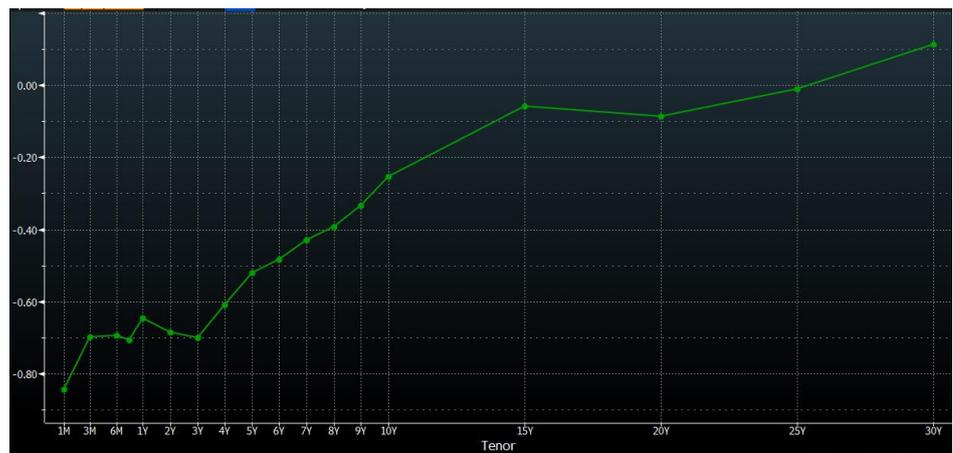
Fig 53: 9 年期以下日本政府国债到期收益率皆为负数



来源：Bloomberg、钟山资管研究（截至 2021 年 12 月 24 日）



Fig 54: 25 年期以下德国政府国债到期收益率同样为负数

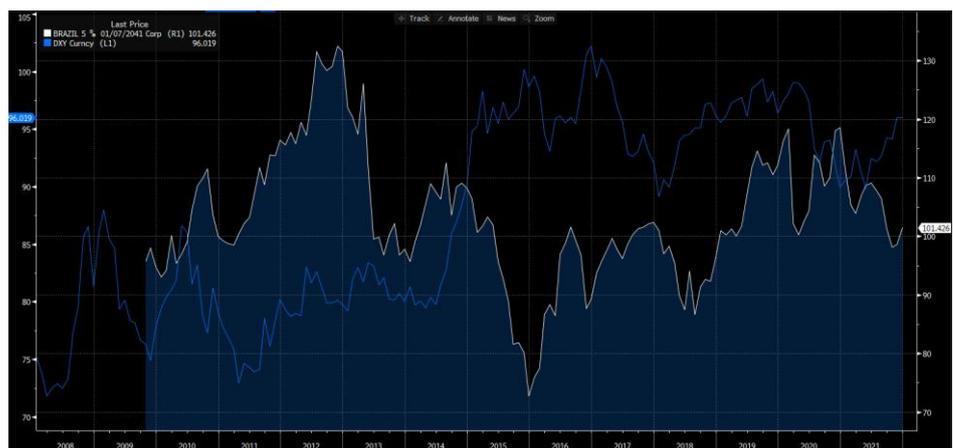


来源：Bloomberg、钟山资管研究（截至 2021 年 12 月 24 日）

## 2. 其他新兴市场的债券投资同样充满挑战

其他新兴市场债券的投资存在着各种独特的挑战。新兴市场的发行人因国内流动性不足等原因，倾向于发行美元债券。投资人因担忧货币管制、政治因素等问题，也更倾向于投资美元债券。债券从历史数据来看，新兴市场的债券极易受到美联储加息引发的美元升值和回流的影响，造成新兴市场货币贬值，发行人还债压力剧增而引发违约。而美联储于 2021 年 12 月公布的预测显示，计划 2022 年和 2023 年分别计划加息三次，这对新兴市场债券的投资是一个重大的利空消息。

Fig 55: 以巴西国债为代表的新兴市场债券与美元指数有着显著的负相关



来源：Bloomberg、钟山资管研究（截至 2021 年 12 月 24 日）



## 披露及免责声明

本报告由钟山资产管理有限公司分析师撰写并向仅供内部使用。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，钟山资产管理有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为钟山资产管理有限公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。钟山资产管理有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为钟山资产管理有限公司的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是钟山资产管理有限公司及其分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的分析师或钟山资产管理有限公司的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，钟山资产管理有限公司任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。钟山资产管理有限公司成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表钟山资产管理有限公司成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到钟山资产管理有限公司本身网站以外的资料，钟山资产管理有限公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。

提供这些地址或超级链接（包括连接到钟山资产管理有限公司网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

钟山资产管理有限公司版权所有。保留一切权利。