

# 亚洲（除日本外） 信用市场： 2022年第二季度展望



Bloomberg  
Intelligence



## 目录

- 02 投资级债券预测
- 04 高收益债券预测
- 06 估值——通胀和滞胀
- 08 外部因素——亚洲的制裁风险
- 10 技术面——黑天鹅风险

# 亚洲（除日本外）债券估值将在2022年第二季度呈现分化

亚洲（除日本外）投资级美元债在今年第一季度录得创纪录跌幅后，第二季度或仍将面临困境。通胀升温 and 滞胀风险对总回报和超额回报构成威胁，而信用利差仅略高于历史低位。同时，投资级债券的实际收益率进一步跌至负值区间，地缘政治引发的供应冲击恐使其在2022年第二季度进一步下探。资金从此类资产流出的速度或加快。

高收益债券可能会在第二季度实现正回报，因为随着流动性改善、债务展期以及政府积极的政策支持，中资地产债将摆脱困境水平。但这可能被非中资高收益债券的表现抵消，当中大部分债券的实际收益率为负。亚洲（除日本外）高收益债券的相对表现可能是一个重要因素。



# 投资级债券预测

## 亚洲（除日本外）投资级债券在第二季度或因滞胀而面临更大跌幅

地缘政治风险已加大了全球经济的滞胀风险。亚洲（除日本外）投资级债券的实际收益率仍处于较深的负值区间，这可能会促使投资者将资金分散到该资产类别之外。利差仍处于历史低点水平，而且可能会根据新的经济风险重新定价，而基准收益率可能受到通胀走高的压力而上升。

## 亚洲（除日本外）投资级债券或因供应冲击和地缘政治影响在第二季度走低

信用指标因供应冲击带来的通胀、滞胀而恶化，加上国债市场的重新定价仍在进行中，这些因素可能会在第二季度继续令亚洲（除日本外）投资级债券承压。只要实际收益率仍处于较深的负值区间，这些债券整体的收益率就会面临上升压力。具体是体现在基准收益率还是信用利差方面，将取决于美联储的政策。如果美联储没有跟进国债市场的定价展开行动，那么这一走势的主要驱动因素将会是信用利差。

就这些市场动态而言，我们认为第二季度的总回报可能依然为负。回报如何将在很大程度上取决于美联储在接下来一个季度里的政策行动、通胀势头以及制裁的影响。这一资产类别的资本外流或在第二季度加剧。



亚洲（除日本外）投资级指数 (I20912US Index) 实际收益率

Source: Bloomberg Intelligence

### 亚洲投资级债券 OAS 相较于前景依然偏紧

考虑到亚洲（除日本外）信用指标的前景以及破坏性地缘政治行动的风险不断上升，亚洲（除日本外）投资级债券的信用利差有着走阔的空间。投资级指数目前的利差水平仅为 142 个基点，自 2022 年年初以来扩大了 23 个基点。随着市场消化滞胀和通胀持续的风险以及地缘政治的走向，以及最终投资者将投资配置由固收类转向其它资产类别，我们认为期权调整利差 (OAS) 有可能走阔至 230 个基点以上。

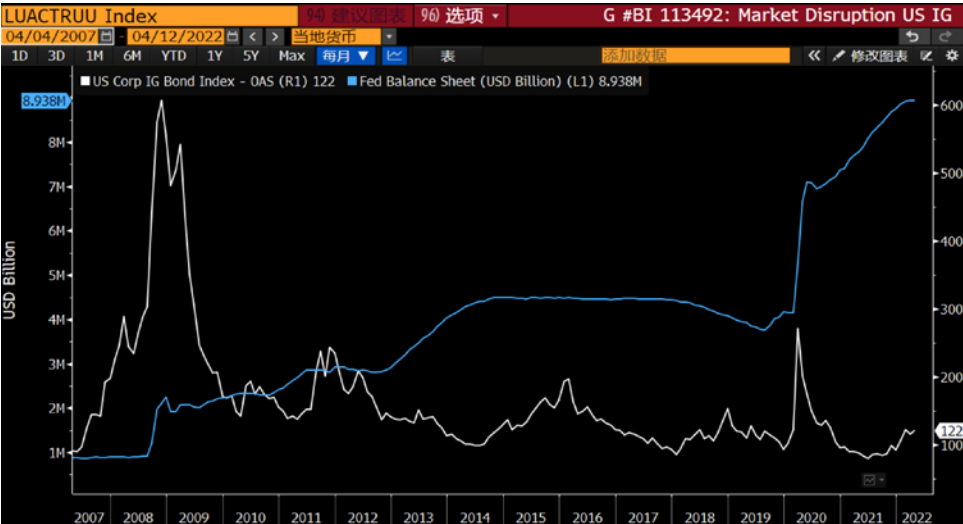
我们之前曾提到过，无论乌克兰冲突结果如何，制裁都可能持续并扩大，这反过来会影响信用指标。信用利差的任何短期回调应被看作是调整头寸和对冲投资组合的机会。



亚洲（除日本外）投资级债券 OAS (2011年至今)  
Source: Bloomberg Intelligence

### 亚洲（除日本外）投资级债券的“黑天鹅”风险上升

与高收益债券相比，证券融资更多地发生在高评级债券中。在证券融资领域出现资金紧张的情况下（部分受到私人银行客户推动），亚洲（除日本外）投资级债券应该会面临更大的暴跌风险。2021 年高收益市场的暴跌本会消除这一细分市场中的大部分杠杆。随着市场波动率继续上升，市场出现破坏性抛售的风险也在增加，除了各国央行缺乏政策灵活性这一点，这与 2020 年 3 月的情况类似，主要是高通胀压力所致。尽管很难对这一情况的风险进行量化，但 G3 央行资产负债表扩张表明证券融资可能已在 2020 年的抛售后回升，这增加了再一次出现错位的风险。



历史上出现的证券融资错位  
Source: Federal Reserve, Bloomberg Intelligence

# 高收益债券预测

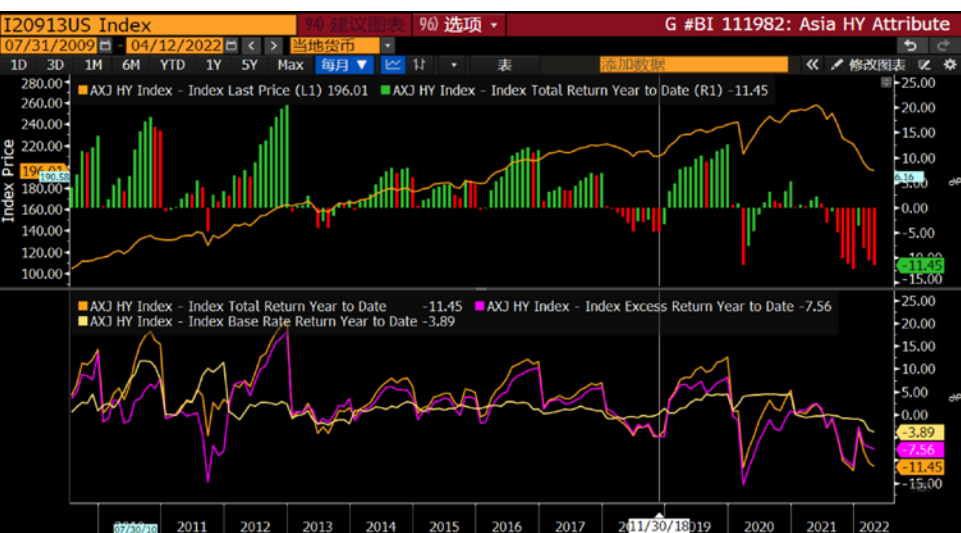
## 中资地产债或推动亚洲高收益指数在2022年第二季度实现正回报

随着旨在改善流动性和支持去杠杆措施的影响开始向债券价格传导，中资高收益地产债的低估值或为亚洲（除日本外）高收益指数在第二季度带来正回报。受地缘政治行动影响，通胀和滞胀依然是关注的焦点，中国以外的高收益债券可能由于实际收益率为负而跑输指数。

## 亚洲（除日本外）高收益指数或在第二季度出现正回报

中资高收益地产债在2022年第二季度的反弹可能会推高亚洲（除日本外）高收益指数 (I20913US)，并收复今年第一季度的部分失地。然而，随着投资者重新评估通胀持续以及潜在滞胀的可能性，实际收益率为负的中国以外高收益债券走低，上述增长或被部分抵消。投资者没有合理理由持有实际收益率为负的投机级资产，尤其是如果全球经济前景陷入滞胀泥潭的情况下。

如果中资高收益板块的估值出现反弹，该指数的整体回报应该为正；尽管如此，我们可能会在该指数内部看到分化的相对表现。估值反弹的驱动因素将是资产出售进度、杠杆率的降低以及流动性状况的普遍改善。



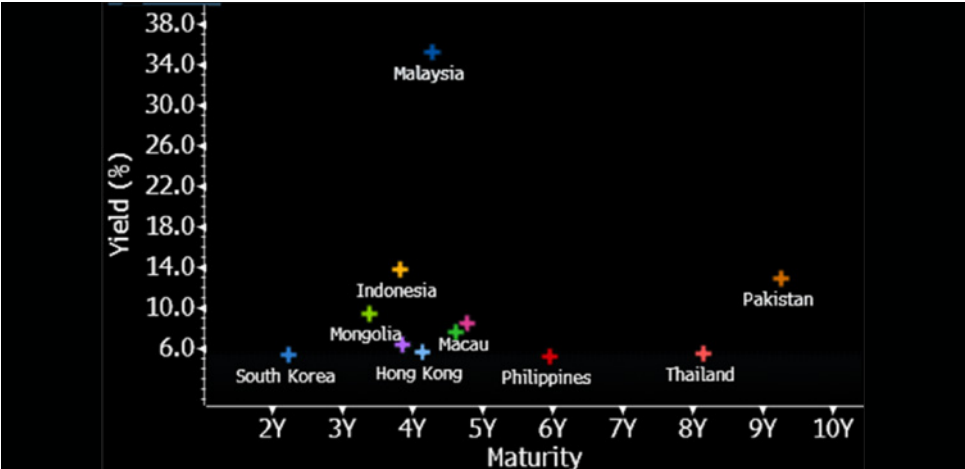
亚洲（除日本外）高收益指数  
(I20913US Index)

Source: Bloomberg Intelligence

大部分中国以外高收益债券的收益率低于通胀率

根据季度末的定价，亚洲（除日本外）高收益指数中，大多数中国以外风险债券的收益率都低于7.9%。这表明投资者甚至没有得到美元通胀率的补偿，更不用说违约风险了。如果认为通胀会在债券存续期间内大幅下降，那么这一收益率水平或可持续；但目前的通胀路径似乎是向上、而非向下。这可能会导致投资者出于保护其资金购买力的考量而出售这些债券。我们预计中国以外债券作为一个整体的表现将不及指数表现。

尽管部分公司的信用指标或将有所改善，特别是大宗商品公司，但围绕公司基本估值的争论还将继续。负的实际收益率将进行自我修正，以达到风险加权回报能够证明投资合理的水平。



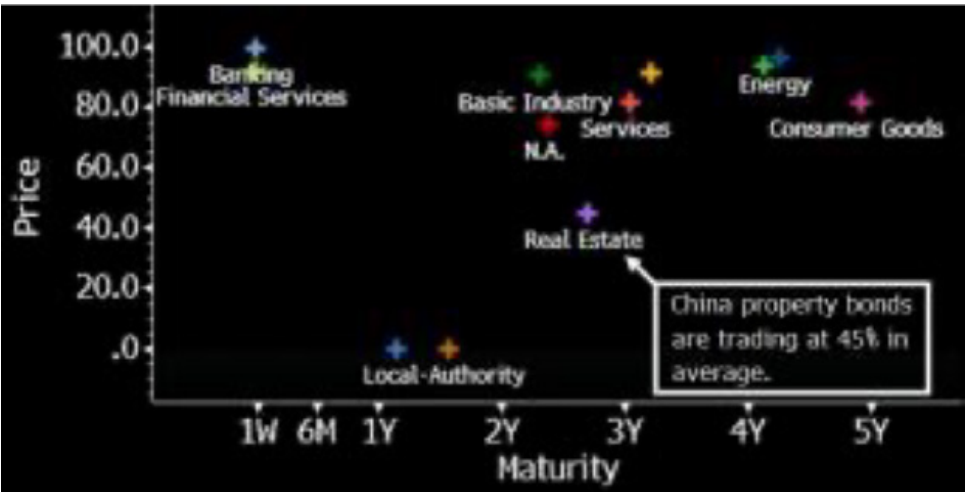
平均收益率 (按国家/地区划分) 或风险

Source: Bloomberg Intelligence

中资高收益债券走出困境或令 2022 年指数回报为正

高收益指数中，75% 以上的中资地产债价格处于不良水平，即低于每 1 美元面值 70 美分。随着中资房企流动性状况持续改善，并对到期债券进行展期/交换，价格错配现象可能不会持续。资产出售或在第二季度加速，这可能会提振回购和债券价格。虽然隐性杠杆可能仍是问题，但如果最终买家市场保持稳定，我们继续认为目前的债券水平低估了该行业债券的回收价值。为稳定购房者市场和支持房企去杠杆而出台的政策措施可能会使许多债券脱离目前的不良水平。

债券价格若从不良水平向正常高收益债券水平转变，将在第二季度为亚洲（除日本外）高收益债券指数带来正回报。



中资高收益地产债价格

Source: Bloomberg Intelligence

# 估值—通胀和滞胀

## 滞胀意味着亚洲（除日本外）投资级债券收益率及利差将走高

因乌克兰问题而对俄罗斯实施的制裁造成的影响或将加剧美国和欧盟在第二季度及以后的通胀压力，从而可能会导致滞胀情形的出现。信用指标和实际收益率的恶化或推动亚洲（除日本外）投资级债券收益率及信用利差扩大，而美联储面临的政策难题可能导致波动幅度加大。

## 成本推高通胀或导致滞胀发生

亚洲（除日本外）市场中一项被低估的风险是发达市场出现滞胀的可能性。对信用市场而言，滞胀是最糟糕的情形。投入成本上升和需求放缓将破坏信用指标。同时，融资或再融资成本的上升将进一步破坏债务可持续性。在滞胀情景下，信用利差扩大或导致债券市场重新定价，从而导致收益率达到更高的水平；从风险加权的实际回报角度来看，这是一种补偿。

在目前的水平上，即便是在美国国债收益率上升和最近公布的CPI数据的背景之下，亚洲（除日本外）投资级债券的收益率仍然为-3.95%。随着通胀预计将急剧加速，从而可能会导致资本从这一资产类别中外逃，未来几个月上述趋势料将进一步加剧。



亚洲（除日本外）  
投资级债券实际收益率

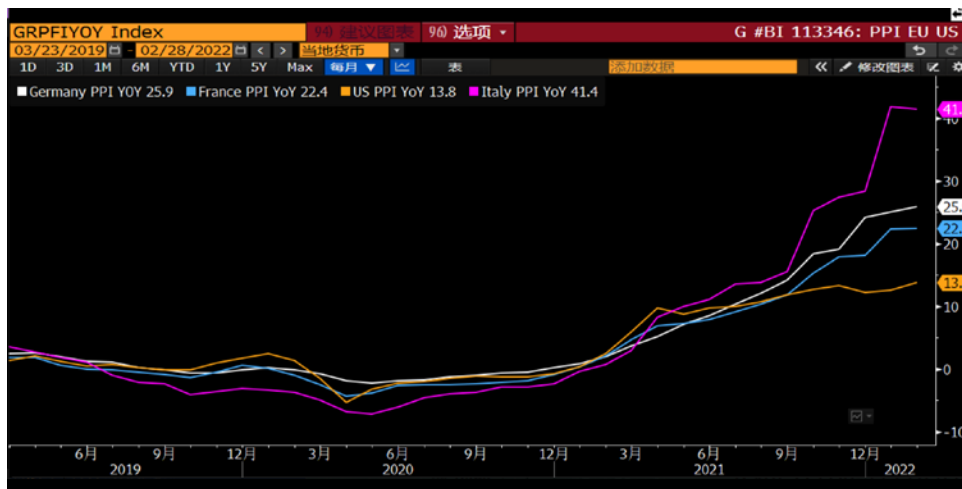
Source: Bloomberg Intelligence



## 俄罗斯供应冲击下处于负值区间的实际收益率可能进一步下降

随着对俄制裁带来的供应冲击开始向供应链上游渗透，美国和欧盟的通胀率可能将在下个季度达到双位数。我们已经在3月看到了初步的影响；欧洲的汽车工厂因缺少零部件而停工。上述情况将会在接下来的季度里继续蔓延，因为即便乌克兰战争停火，制裁也可能继续存在。随着成本推高通胀，通胀的粘性或因此上升，特别是在劳动力和服务业方面。尽管市场可能认为通胀仅仅是2022年的主题，但我们对供应链冲击将演变成持续通胀的风险并不那么乐观。

当处于负值区间的实际收益率继续下降时，投资者不太可能会持有亚洲（除日本外）投资级债券。在任何一次的反弹中，我们都将可能看到投资者减持。



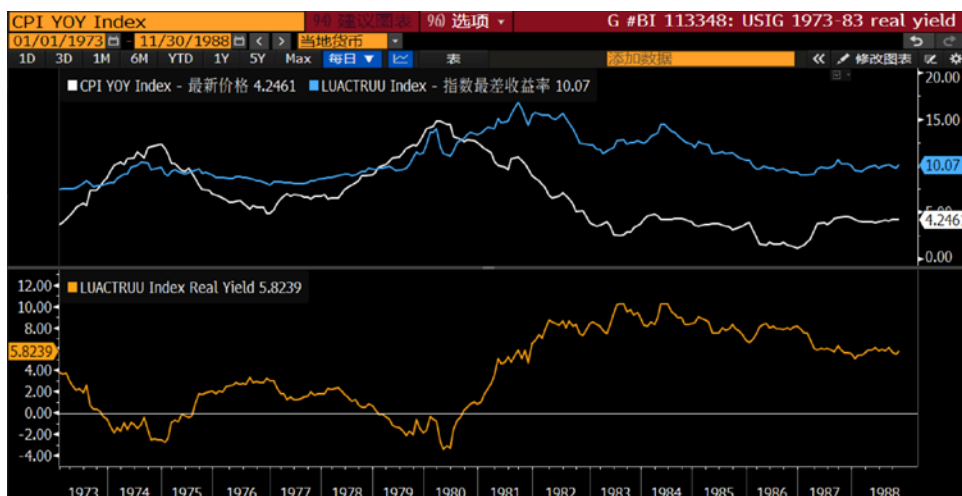
部分国家PPI的同比变化

Source: Bloomberg Intelligence

## 若滞胀来临，美联储政策或发生转变

目前美联储的鹰派立场是基于经济增长不会受到全球地缘政治局势影响这一判断。然而，如果数据开始显示滞胀风险上升，我们可能会看到美联储收回部分论调。美联储的双重任务意味着在接下来这个季度可能会形成政策难题。这可能意味着市场将出现更多波动，因为仓位将决定短期内的波动。如果持续的通胀是基本情景，那美联储政策转变带来的收益率回调或被视为良好的对冲机会。

然而，由于美国国债和亚洲（除日本外）投资级债券收益率仍然明显处于负值区间，因此上述趋势将继续由通胀数据推动。任何美联储加息路径的转变应该都会导致收益率曲线更加陡峭。



1973年至1988年美国投资级企业债指数的实际收益率

Source: Bloomberg Intelligence

# 外部因素——亚洲的制裁风险

## 亚洲（除日本外）的经济风险因地缘政治和制裁而上升

对俄罗斯以及包括中国在内的经济体实施更多制裁的风险，可能会破坏亚洲（除日本外）市场的经济前景，并导致滞胀风险上升。对支持俄罗斯的亚洲国家实施制裁，可能还会加剧美元债市场的波动。如外汇储备去美元化，恐推高美国国债收益率，从而在第二季度对市场造成进一步冲击。

## 地缘政治趋势可能导致滞胀

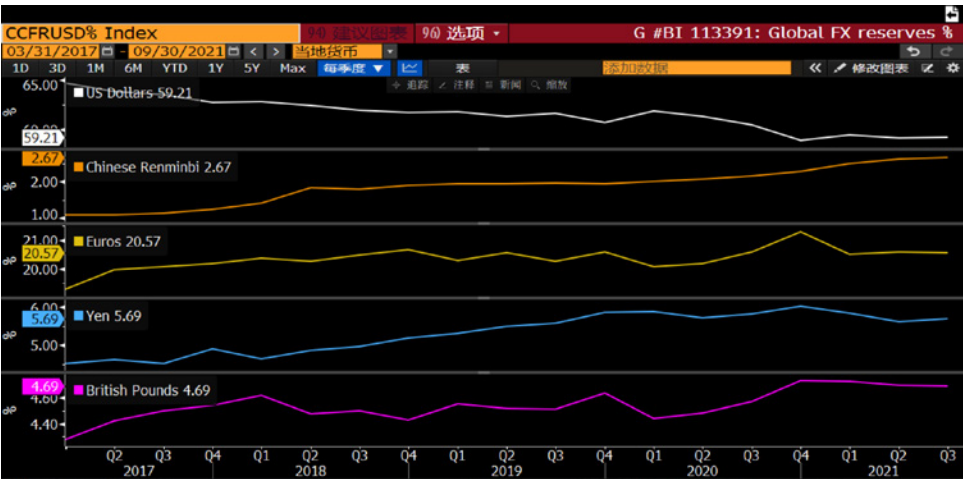
美国和七国集团近期对中国发出的制裁威胁，再次突显出地缘政治局势的高度紧张。而俄罗斯则要求被列入“不友好”名单的国家以卢布购买其出口的能源，这表明经济制裁可能是双向的。在经济层面上，如果实施制裁和反制裁，通胀或会加剧。与此同时，全球经济增速可能会出现下滑，从而走向滞胀情景。美国已威胁要制裁中国，因为其可能帮助俄罗斯逃避单边制裁。

一旦制裁规模扩大，将进一步加剧供应冲击对全球粮食和原材料价格的影响，从而导致已经存在的的价格压力持续更长时间。对于亚洲（除日本外）美元债而言，这些都构成负面因素。

## 外汇储备多元化或令美国国债承压

削减美元外汇储备可能意味着美国国债市场将面临中短期抛售压力，这将对亚洲（除日本外）美元债回报率产生负面影响。在美国前所未有地冻结了俄罗斯的外汇储备后，美元资产持有国或会因担心美国对自己采取类似行动，而分散投资于美元以外的资产。全球美元外汇储备总规模超过7万亿美元。如果美元外储规模下降20%，则意味着将有超过1.4万亿美元的国债进入市场。假设美联储不实施量化宽松，这可能意味着美元收益率将大幅走高。美国国债市场的价格走势或表明这一过程已经开始，并可能会延续至第二季度。

因此，未来几个月亚洲（除日本外）美元债可能会出现更大幅度的下跌。



全球外汇储备（按货币，占总量百分比）

Source: IMF, Bloomberg Intelligence

若对中国实施制裁，将导致投资级债券波动加剧

在当前的全球不确定性下，美国如对中国作出任何制裁，均会导致亚洲（除日本外）投资级债券市场出现较前几轮制裁更为剧烈的波动。这类制裁或波及整个亚洲市场，因为大多数亚洲国家对于针对俄罗斯采取的单边制裁措施持中立或明确反对的立场。印度等国继续从俄罗斯购买石油，通过使用卢比来绕过结算制裁。如果欧盟和美国决定通过制裁来迫使亚洲遵守其制裁措施，那么亚洲市场或会出现大范围平仓。

不过，仅对中国实施制裁的可能性更大。此外，尽管短期内波动或会加剧，但如果美元债的信用利差大幅高于人民币债券，则中国境内资金或会通过“南向通”为离岸中国债券市场提供支持。



亚洲（除日本外）  
投资级指数的历史波动  
Source: Bloomberg Intelligence

# 技术面——黑天鹅风险

## 证券融资交易中暗藏大规模平仓风险

金融工具的杠杆一直是引发市场危机的最大原因。在量化宽松时代，由证券融资交易主导，旨在增加回报，提高收益率。继美、日、欧(G3)三大央行资产负债表规模扩大10万亿美元后，波动性的上升和量化宽松的退出恐将增加系统性崩溃的风险。

## 证券融资导致了前几轮大跌

证券融资交易或杠杆金融资产历来都是影响市场稳定的头号未知风险因素。2008年的全球金融危机在很大程度上是由表外证券融资引发的。自推出量化宽松、收益率走低以来，随着投资者寻求收益，表外证券融资持续增长。如今，利用证券融资交易创收的正是大型资产管理公司。2020年3月，由于资产价格急跌和大量追缴保证金的通知，市场出现了大规模抛售。面对这种情况，G3央行合力将资产负债表规模扩大了近10万亿美元，以稳定金融市场。

随着波动性上升，在货币政策收紧的情况下，我们可能会看到2020年3月的情形在未来几个月重演。



G3央行的资产负债表

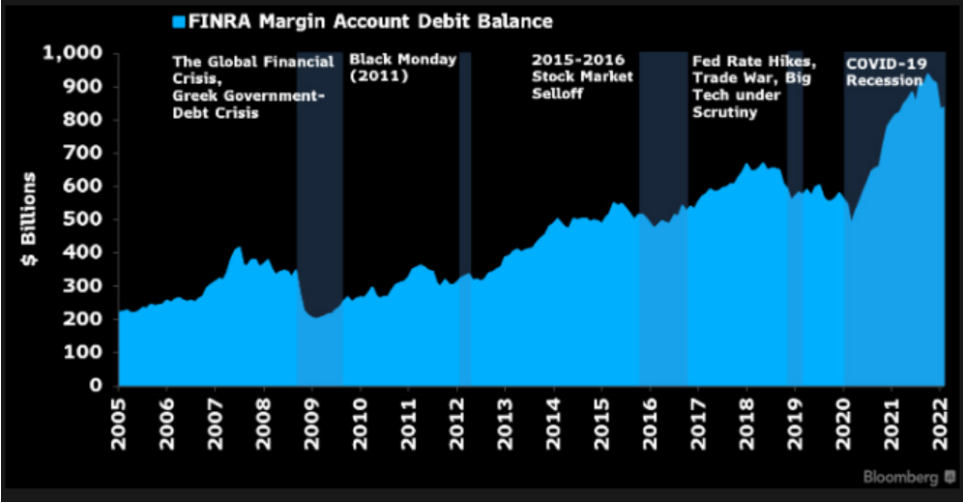
Source: Federal Reserve, European Central Bank, Bank of Japan, Bloomberg Intelligence



证券融资仍为市场面临的已知不确定性

近期债券价格的波动凸显出亚洲（除日本外）美元债市场难以控制的杠杆平仓风险。自推出量化宽松政策以来，投资者一直利用证券融资来增加低收益固收资产的回报。然而，正如2020年3月所发生的，随着市场波动性急剧上升，这或将突然引发资金危机以及投资组合的大规模平仓。与2020年不同的是，美联储和欧洲央行目前正在遏制通胀，该指标可能会因乌克兰危机期间采取的行动而进一步上升。两家央行恐无法通过进一步放松货币政策来遏制债券市场的流动性危机。

以美国金融业监管局(FINRA)的股市保证金债务数据作为替代指标，我们可以看到自2020年3月以来证券融资余额急剧上升，这意味着当前出现混乱的风险可能更高。



FINRA 美股保证金账户借方余额  
Source: Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), Bloomberg Intelligence

# 关于彭博 行业研究

彭博行业研究 (Bloomberg Intelligence, BI) 以独立的视角提供全球 2000 多家公司、135 个行业和市场的交互式数据和投资研究。我们的团队拥有 350 多名研究专家，帮助客户在快速变化的投资环境中自信地做出决策。BI 分析拥有来自彭博的实时透明数据和 500 家第三方数据的支持，客户可以借助我们的这些数据来完善及支持他们的构想。彭博行业研究仅可通过彭博终端或彭博专业服务应用获取。如需了解更多信息，请联系彭博客户代表或申请产品介绍及演示。



Functions Menu ▾

Message



ings

Searches Coronavirus, Oil, China

Private Equity Dry Powder Deployment  
Economic Covid-19 Outlook  
Economic May Worsen as Rating Boost Moderates  
New: Balance Sheet Overview

BI Bloomberg Intelligence

Spotlight | More »  
GE Default Probabilities

40.0%  
35.0%  
30.0%

Global Strategy Return by Region



了解更多

如需了解更多信息，请在彭博终端®  
上按 <HELP> 键两次。

北京	香港	纽约	新加坡
+86 10 6649 7500	+852 2977 6000	+1 212 318 2000	+65 6212 1000
上海	伦敦	旧金山	悉尼
+86 21 6104 3000	+44 20 7330 7500	+1 415 912 2960	+61 2 9777 8600
法兰克福	孟买	圣保罗	东京
+49 69 9204 1210	+91 22 6120 3600	+55 11 2395 9000	+81 3 4565 8900

bloomberg.com/intelligence

The data included in these materials are for illustrative purposes only. The BLOOMBERG TERMINAL service and Bloomberg data products (the "Services") are owned and distributed by Bloomberg Finance L.P. ("BFLP") except (i) in Argentina, Australia and certain jurisdictions in the Pacific islands, Bermuda, China, India, Japan, Korea and New Zealand, where Bloomberg L.P. and its subsidiaries ("BLP") distribute these products, and (ii) in Singapore and the jurisdictions serviced by Bloomberg's Singapore office, where a subsidiary of BFLP distributes these products. BLP provides BFLP and its subsidiaries with global marketing and operational support and service. Certain features, functions, products and services are available only to sophisticated investors and only where permitted. BFLP, BLP and their affiliates do not guarantee the accuracy of prices or other information in the Services. Nothing in the Services shall constitute or be construed as an offering of financial instruments by BFLP, BLP or their affiliates, or as investment advice or recommendations by BFLP, BLP or their affiliates of an investment strategy or whether or not to "buy", "sell" or "hold" an investment. Information available via the Services should not be considered as information sufficient upon which to base an investment decision. The following are trademarks and service marks of BFLP, a Delaware limited partnership, or its subsidiaries: BLOOMBERG, BLOOMBERG ANYWHERE, BLOOMBERG MARKETS, BLOOMBERG NEWS, BLOOMBERG PROFESSIONAL, BLOOMBERG TERMINAL and BLOOMBERG.COM. Absence of any trademark or service mark from this list does not waive Bloomberg's intellectual property rights in that name, mark or logo. 本材料中所包含数据仅供说明之用。©2022 彭博 1789967 0422