

中美争夺战不影响亚洲债券强劲收益策略

2020年1月

第四季度，市场充斥着各种纷繁信号，以及中美对话的拉锯状况仍是市场的焦点。中美“第一阶段”谈判协议的进展令美股年度回报攀升至自六年以来的新高，油价走势也录得自2016年以来的最大涨幅。参考下列图表，我们相信贸易谈判的良好进程推动美国国债收益率在2019年第四季上半旬上升，利率在区间窄幅波动，并在第一阶段协议公布后往2%方向上涨。新兴市场的企业债券市场和中国高收益债券市场均因供应不足和投资者寻求收益而得到提振，但12月份非地产领域的零星违约事件亦影响了市场投资气氛。我们将继续密切关注中国在岸市场的发展及潜在违约风险，社会及金融市场改革，以及人民银行的政策为中国的债券市场带来支持。政府的措施包括利率向市场主导系统的转移、“落户”宽松计划，以及央行的降准决定等。

全球主要央行对货币宽松政策态度谨慎，随着负利率的推行，为全球高收益资产加添压力。目前，提供收益率多于5%的债券仅占整个公开债券市场的5%。与美国及其他新兴市场相比，亚洲信贷市场 - 尤其是以美元计价的地产债券 - 具稀缺价值。预计未来资本流入将会持续。贸易战今后的发展进程仍具有不确定性，而亚洲信贷中的估值较低的板块 - 特别是中国信贷 - 是值得关注的。鉴于两个超级大国在各方面展开争夺战已成为新常态，我们认为相关策略会带来强劲收益。

图1：债券指数回报率达双位数

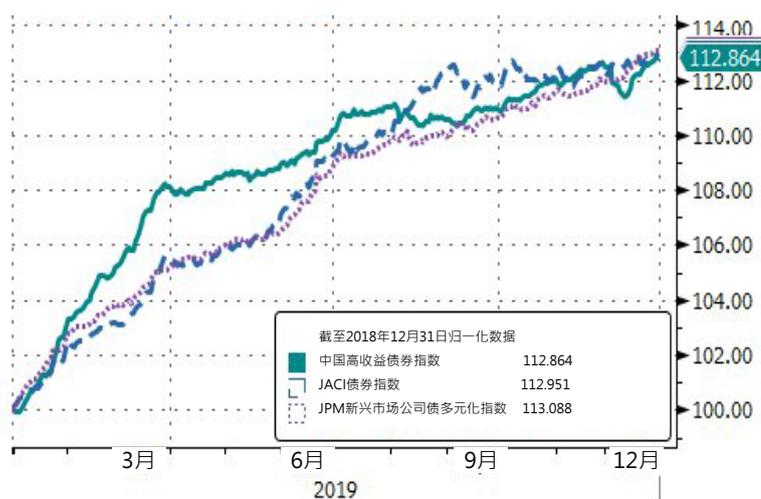


图2：美国国债收益率正在触底

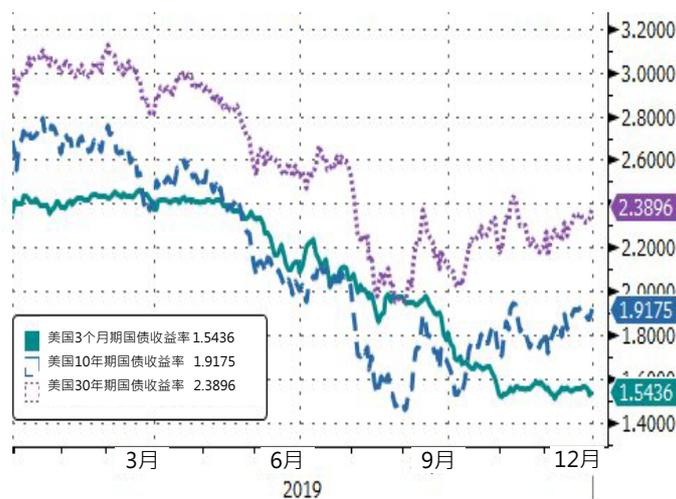
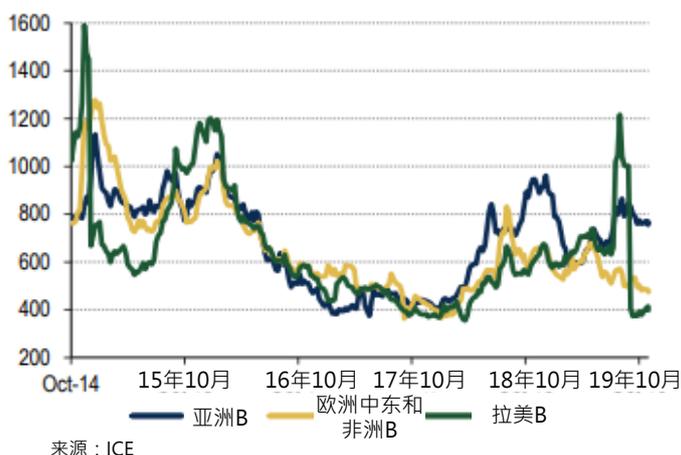
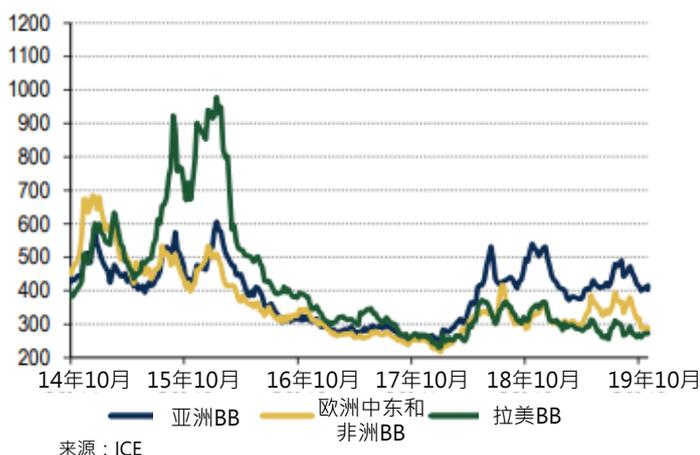


图3：按地区划分的BB级和B级债券利差



中国制造业取得三年来最快增速，财新制造业采购经理人指数（PMI）到51.8，为2016年12月以来的最快增速。我们留意到美国的制造及服务行业的情况亦见好转，新业务流入增加起到了刺激作用。同时，德国出口型制造业收缩放缓，企业对未来业务持较乐观取态。在此期间，中美宣布达成“第一阶段”协议，使铜价和油价双双从底位回升。

图4：主要经济体PMI指数触底后回升

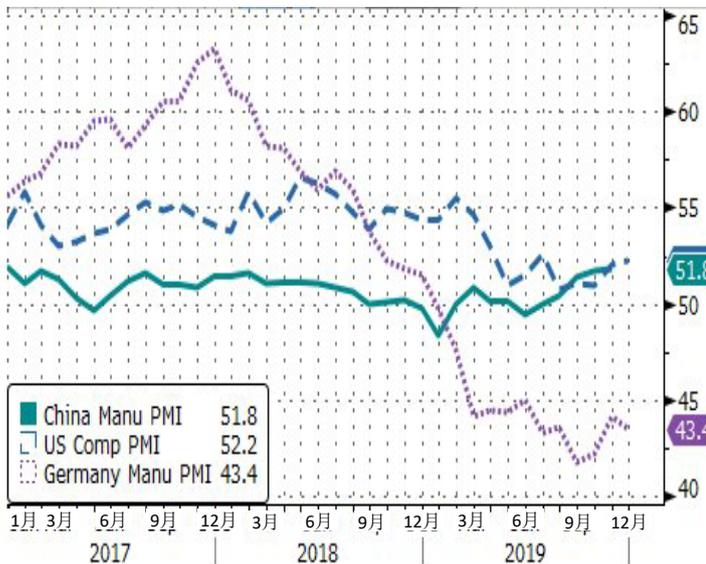
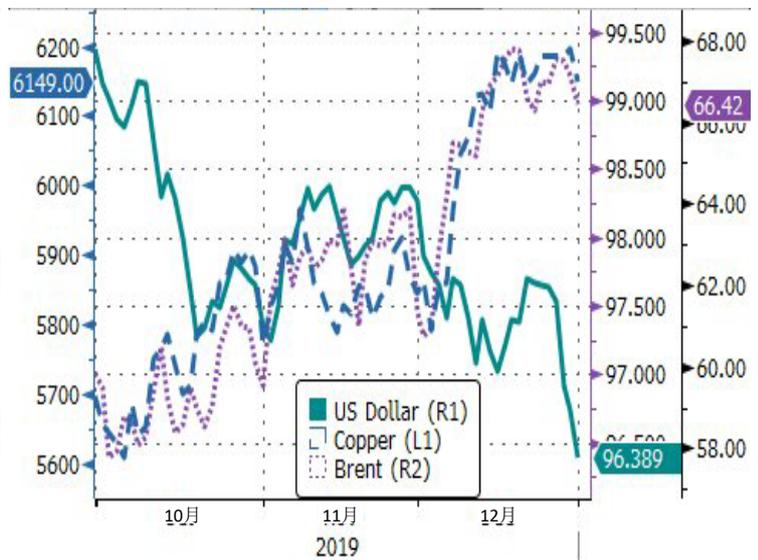


图5：铜价和油价触底回升



美国近期数据未达预期，触发市场对信贷收益曲线向下调整的忧虑，但我们认为美国经济短期内不会衰退。目前，持续的弱美元投资主题，亦受政策决策者的支持，取向从货币宽松转向财政宽松。于2019年第四季，美元指数从99.4跌至96.4。同时，英镑和欧元的强劲表现也让美元备受压力。鲍里斯·约翰逊（Boris Johnson）在漫长的脱欧过程中赢得英国大选，带动英镑大幅升值。另一方面，特朗普继续抱持反全球化立场，美国对全球需求增长的贡献减少，明年美元可能继续承压。倘若贸易紧张局势有所缓和，欧洲经济尤其是欧洲出口商应会从中受益。

利率方面，我们仍预期美国10年期国债收益率将从2019年年末的1.92%回升至2.1%，与八月份的1.45%相比有所上升。然而，我们认为利率在2020年年底将再度回落。观看预测利率“点阵图”的走势，利率在2021年和2022年将稍为向上。但是，在12月的联邦公开市场委员会（FOMC）会议上，美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）表示，加息的门槛相当高，需视乎通胀会否持续大幅上升而决定。2020年年底总统大选存在的潜在不确定性或将会拉升新一轮美国国债价格。

随着中美贸易协议取得积极进展，并推动了市场重振旗鼓，第四季度的亚洲信贷（JACI）回报率上升1%。在印度，金融业的系统性整治、逐步取消商品和服务税、以及破产法的推行均有望刺激经济逐步复苏。印尼政府则致力于通过综合法中的各种税收改革改善全国投资环境。亚洲以外，美国-墨西哥-加拿大自贸协议的批准工作取得进展，促使墨西哥资产价格上涨，此外，OPEC+进一步减少石油供应量亦提振了新兴石油出口国的经济。

除了美联宽松政策倾向，自19年第三季度以来，新兴市场各国央行也同步实施宽松政策，以支持2020年初的经济复苏，从而限制了市场波动向信贷和金融市场蔓延的风险。但是，我们认为投资者应当警惕阿根廷和黎巴嫩潜在的债务重组以及全球社会动荡的浪潮，这可能导致玻利维亚、智利和香港等市场的财政平衡持续恶化。

中国在岸债券市场

中国在岸债券市场在第四季度整体延续了第三季度的趋势。利率再次出现小幅震荡上行，主要原因是猪肉价格上升导致居民消费价格指数（CPI）上涨、中美贸易摩擦达成第一阶段协议、以及中国货币政策保持稳定不追随海外降息等影响。

从9月至10月，市场受货币政策短期不会更放松、通胀上行和风险偏好恢复等主要因素推动下，中国债券收益率录得升幅。10年期国债收益率最高攀升至3.31%，比第四季度末增长17个基点。自11月以来，主要受经济和金融数据整体偏差、央行边际利率下调、以及市场风险偏好下降的影响，利率债整体走强。截至12月31日，10年期政府债利率下滑至3.14%，较第四季度的高位下降17个基点。

2019年整体来说，信用债的表现优于利率债，但收益率目前仍处于历史低位。信用债的发行继续保持自2018年第四季度以来的回弹趋势，发行规模和净融资规模均较2018年大幅增长，但收益率呈下降趋势。下沉评级的资本回报率高于长期回报率，但违约风险仍在逐渐扩大。截至目前，违约信用债数量为201个，其中39家均是首次出现违约。

考虑到各种因素，我们认为2020年第一季度货币政策进一步宽松的可能性仍然很高。实体经济面临的下行压力将进一步促使央行降低社会融资成本。与此同时，疏通货币传导机制仍将是2020年的首要任务。从信用角度看，高收益债券策略在信用质量差异化过程中仍有机会。就具体行业板块而言，地方政府融资平台（LGFV）继续享有有利的短期融资环境；房地产企业政策适度宽松，其他行业民营企业的整合会加速；民营企业融资继续面临压力，可能带来特殊投资机会。

图6：中国国债和国开行债券

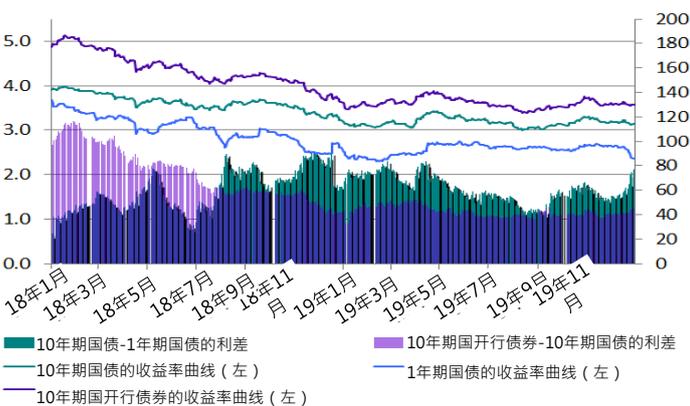
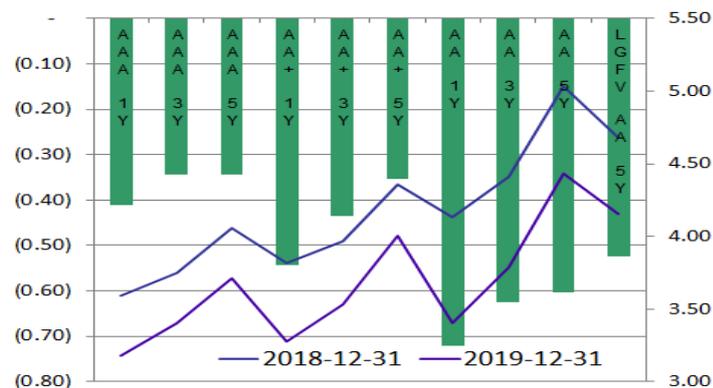


图7：中国在岸信用债



中国离岸房地产信用债取得强劲回报

协力厂商机构数据显示，第四季度房地产销量继续显示出强劲的韧性，我们关注的上市地产公司在2019财年的销量同比增长约20%。2019年首11个月的全国销量同比增长7.3%（首10个月：7.3%），全年销售额将达到16万亿元人民币。上市地产公司在第四季度积极推销，与第三季度相比录得平均增幅37%，与2018年第四季度相比增长29%。我们预期2020年地产销量将大致保持稳定，而中型开发商有望交出亮丽表现。我们认为受需求回弹和供给受控的推动，一二线城市的销量将继续增长，而三四线城市由于价格下跌预期和较高库存，在经历了由政策驱动的短暂复苏后仍将面临压力。

与第二季度以来的严格收紧政策相反，自2019年第四季度以来，政策方向转变较为明显，预期这一趋势将维持至2020年。虽然12月的政治局会议未有提及房地产行业，但最近的中央经济工作会议继续保持了求稳的基调，强调“稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产市场平稳健康发展”，同时全面落实因城施策。在这种更为稳健的自上而下的政策方针，很多地方政策进行了微调，包括放松公积金房贷、在几个二三线城市（包括佛山、青岛、成都天府、广州、清远等）的特定区域/城区实行落户/限购等。总体而言，我们预期政策将继续针对具体城市，并有适当调整，2020年有望防范下行风险和为市场带来支持。

中国高收益地产债券在2019年表现亮眼，本年迄今总回报率为15%。按照当前的估值，中国地产行业与美国高收益债的利差为222个基点，与CEMBI高收益债的利差为206个基点。截至2019年12月31日，摩根大通信贷指数（JACI）中国B级地产债与摩根大通信贷指数（JACI）中国BB级地产债的利差约为169个基点，与2016年以来的历史平均水平相比，属于合理水平。

由于国家发改委调整了政策，只向原始期限超过一年的债券的再融资批准发行额度，2020年地产行业的美元债券净供应量将显著降低。因此，考虑到实体市场的韧性、政策扶持力度加大，以及市场技术的发达，我们预期到2020年第一季度信用债利差将进一步收紧。此外，2020年第一季度单一B类企业将继续提供更高的相对价值，同时摩根大通信贷指数（JACI）中国B级地产债与摩根大通信贷指数（JACI）中国BB级地产债的利差将有所压缩。

图8：2020年预计中融资成本回至下降趋势

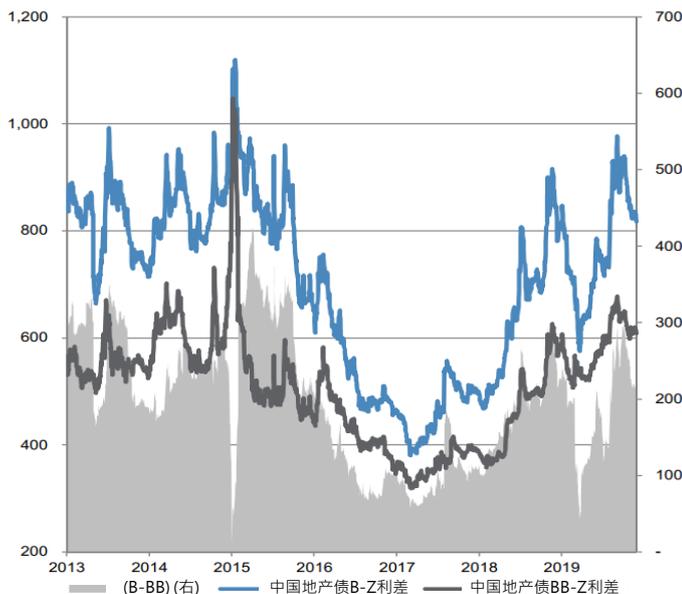
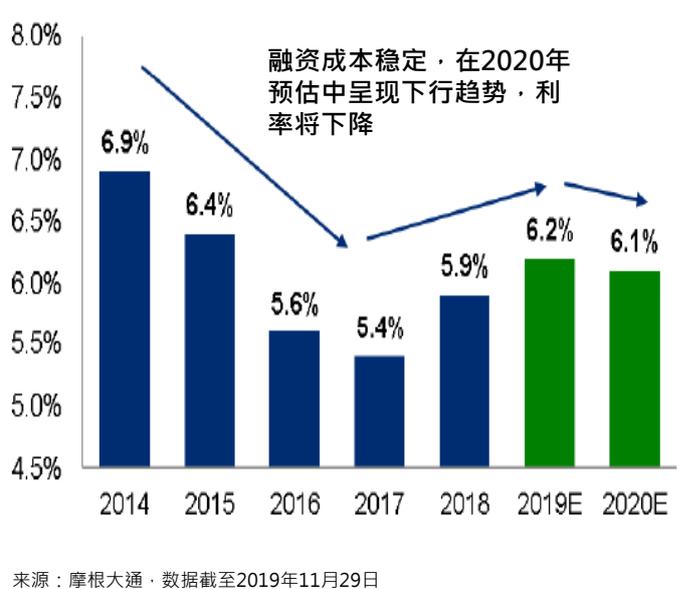


图9：JACI中国B级与BB级地产债比较



中国离岸工业债券继续频发信用事件，精选债券展现价值

彭博汇编的数据显示，2019年，中国离岸公司债违约总额为24.7亿美元，包括七种美元计价债券、一种离岸人民币债券和一种港元债券。中国工业领域在第四季度仍然信用事件频发，违约趋势从私企蔓延到了国企，天津物产（TEWOOO）和北大方正（PKFOUN）尤为引人关注。11月下旬，由天津市国资委单独控股的国企天津物产公布了总额为12.5亿美元的四种离岸美元债券的债务重组计划，根据该计划，这些债券将打折发售，或重组为天津本地另一家国企发行的新债务证券。该计划给予投资者36%到67%的回收价值，具体取决于原始债券的期限。在天津物产的案例中，尽管有所削减，但离岸投资者仍将获得优于在岸投资者的待遇。北大方正则是未能在12月2日到期偿还一项在岸超短期融资券（SCP），但设法避免了一次官方违约，原因是在岸债券持有人批准将违约的20亿元人民币在岸短期票据延期至2月21日。北大方正拥有一笔本金总额为18亿美元的已发行美元债券，北大方正子公司北大资源（FOUIHK）还拥有一笔11.5亿美元的已发行债券。北大方正由北京大学控股，虽然北京大学与少数私人股东之间一直存在股东纠纷，但该公司一直被视为国企。北大方正可能违约的消息令市场震惊，对其他弱势国企产生了一定程度的溢出效应。在私企方面，山东的公司继续成为关注的焦点，其中玉皇化工无力按时偿还在岸公司债，引发了离岸美元债交叉违约。另一方面，山东如意在12月成功偿还了2019年到期债券，有助于稳定市场情绪。

总体上，由于中国私企与部分弱势国企的在岸融资不断收紧，我们对中国的工业领域保持谨慎态度。但是，这种疲软的市场情绪和过度波动性也带来了交易机会。例如，一些大学产业类债券下跌了30个百分点，后由于北大方正的违约消息又在12月反弹了20多个百分点。12月，山东部分产业类债券也是先下跌约10个百分点后又回升约4个百分点。我们精选了部分基本面稳固和/或股东实力雄厚且受在岸信贷债券市场收紧影响较小的公司。

信用违约掉期指数

信用违约掉期 (CDS) 指数是一种信用衍生品，用于对冲信用风险或在多家信用实体持仓，类似于为买方提供特定风险 (如违约、破产和信用评级下调) 保护的保险合同。CDS指数是一种完全标准化的信用担保，因此流动性更强，买卖利差更小，这与其中最基本的条款、属于场外交易衍生品的信用违约掉期 (CDS) 有所不同。因此，利用CDS指数对冲CDS组合或债券组合的成本，可能低于通过购买多个单名CDS达到类似效果的成本。目前企业CDS指数主要分为两大类：CDX和iTraxx。CDX指数涵盖北美和新兴市场公司，由CDS指数公司 (CDSIndexCo) 管理，Markit Group Limited负责营销，iTraxx指数涵盖全球其他地区公司，由Markit旗下的国际指数公司 (IIC) 管理。

ICE美林期权波动率估计 (MOVE)

MOVE指数是公认的衡量美国利率波动性的指标，该指数跟踪美国国债收益率波动性的变化，以2年期、5年期、10年期和30年期国债的一个月场外期权的市价表示。多项研究表明，MOVE指数历来提供有关美联储货币政策路径的可靠信号。有关研究显示，在以往实施保险性降息时，例如美联储在1995年和1998年的降息，MOVE都在美联储初次行动前后不久达到最高点，而后再走低——表明降息达到了预期的舒缓效果。与之形成对比的是，在2001年和2007年引起衰退的宽松周期首次降息后，MOVE在很长时间内一直保持高位。

图10：MOVE指数和联邦基金利率

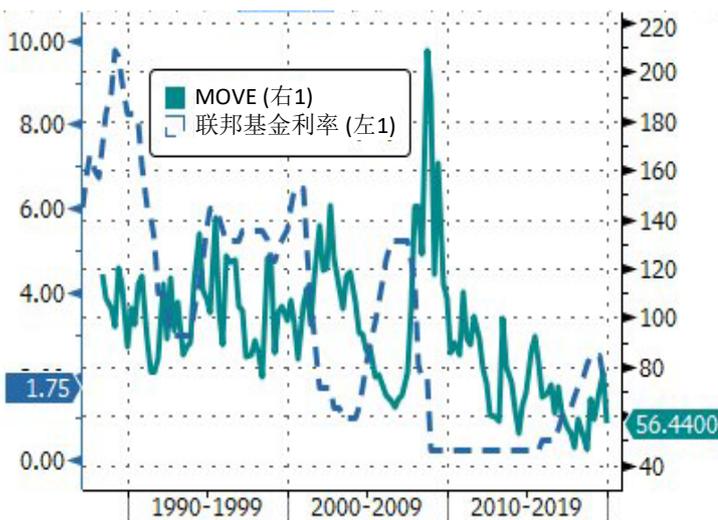
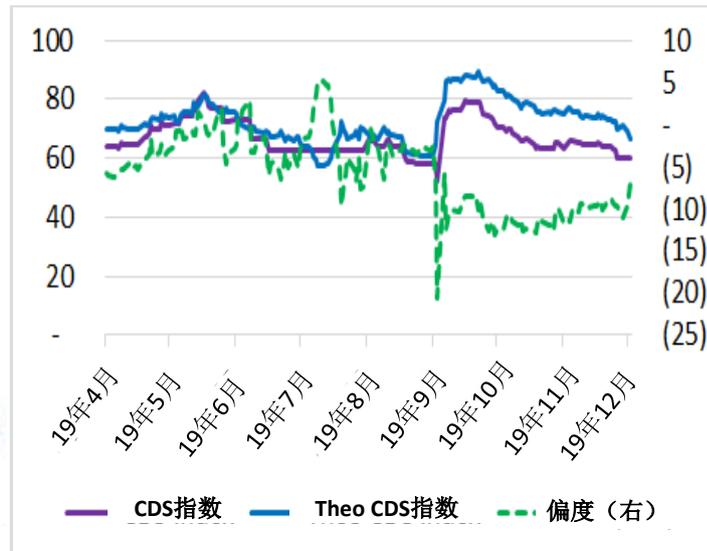


图11：图解CDS指数及其偏度



CDS指数的偏度 (SKEW)

尽管CDS指数的偏度经常在偏度交易的背景下讨论，但这里我们想从偏度交易背后的推动力以及前瞻性两个角度进行讨论。偏度指CDS指数和基于基础构成名称的指数固有价值之间的差异。由于与CDS指数相比，部分基本单一名称相对流动性不足，加上最终用户有所不同，进而导致态势不同，可能存在偏度套利分子。指数通常由不交易单名的机构广泛用作宏观对冲及用于持有定向头寸，高流动性使指数成为开展此类活动的、极具吸引力的工具。有时，市场参与者认为对CDS指数的高需求会产生负偏度 (如上图所示)，这预示着市场参与者预期信用利差会扩大。Markit iTraxx指数继在2015年和2016年大部分时间处于负值后，到2017年年初转为正值，之后iTraxx欧洲指数又从70个基点收紧至43个基点。

| GDP预测 | 2019 | 2020 | 2021 | 5年期CDS指数 | 最新 | 季初至今 | 年初至今 |
|----------------|-----------|-------------|-------------|---------------|-----------|-------------|-------------|
| 阿根廷 | -2.8 | -1.7 | 1.5 | 阿根廷 | 3,316 | -747 | 2512 |
| 澳大利亚 | 1.8 | 2.2 | 2.5 | 澳大利亚 | 16 | -5 | -9 |
| 巴西 | 1.0 | 2.2 | 2.5 | 巴西 | 99 | -41 | -111 |
| 中国 | 6.1 | 5.9 | 5.8 | 中国 | 31 | -17 | -35 |
| 印度 | 5.5 | 5.1 | 6.2 | 印尼 | 63 | -29 | -75 |
| 印尼 | 5.0 | 5.0 | 5.3 | 印度 | 63 | -8 | -45 |
| 日本 | 0.9 | 0.3 | 0.8 | 马来西亚 | 35 | -18 | -75 |
| 马来西亚 | 4.5 | 4.3 | 4.5 | 墨西哥 | 79 | -39 | 77 |
| 墨西哥 | 0.0 | 1.1 | 1.8 | 俄罗斯 | 55 | -31 | -98 |
| 俄罗斯 | 1.2 | 1.7 | 1.9 | 南非 | 163 | -30 | -60 |
| 南非 | 0.4 | 1.1 | 1.4 | 泰国 | 24 | -7 | -22 |
| 韩国 | 1.9 | 2.2 | 2.3 | 土耳其 | 282 | -76 | -79 |
| 泰国 | 2.5 | 3.0 | 3.3 | 股票指数 | 最新 | 季初至今 | 年初至今 |
| 土耳其 | 0.2 | 2.6 | 3.1 | 上证指数 | 3,050 | 5.0% | 25.3% |
| 债券指数 | 最新 | 季初至今 | 年初至今 | 恒生指数 | 28,190 | 8.4% | 13.0% |
| 中国企业债高收益指数 | 1,375 | 1.7% | 12.8% | MSCI指数 (日本除外) | 691 | 12.1% | 18.7% |
| 摩根大通亚洲信贷指数-核心 | 243 | 0.9% | 13.0% | MSCI新兴市场指数 | 1,118 | 12.1% | 19.0% |
| 摩根大通新兴市场债券指数 | 945 | 1.8% | 15.0% | 外汇 | 初至 | 初至 | 初至 |
| 摩根大通新兴市场公司债券指数 | 351 | 2.2% | 13.1% | 美元人民币 | 6.96 | -2.6% | 1.3% |
| 大宗商品 | 最新 | 季初至今 | 年初至今 | 美元港币 | 7.79 | -0.6% | -0.5% |
| 黄金 (美元/盎司) | 1,517 | 3.1% | 18.3% | 美元日元 | 109 | 0.5% | -0.9% |
| 白银 (美元/盎司) | 18 | 5.1% | 15.3% | 美元韩元 | 1,156 | 3.6% | 3.6% |
| 铂金 (美元/盎司) | 966 | 9.4% | 21.4% | 美元澳元 | 1.43 | -3.7% | 0.5% |
| 铜 (美元) | 6,196 | 8.8% | 4.2% | 美元卢比 | 71.4 | 0.7% | 2.3% |
| 铝 (美元) | 1,800 | 5.8% | -3.4% | 美元印尼盾 | 13,866 | -2.3% | -3.6% |
| 铁矿石62%铁 | 90 | -1.8% | 27.9% | 美元泰铢 | 30.0 | -7.9% | -7.9% |
| 中国焦炭 | 2,130 | -4.5% | -15.8% | 美元里拉 | 5.95 | 5.3% | 12.5% |
| DOE炼焦煤 | 149 | 4.7% | 17.9% | 美元雷亚尔 | 4.03 | -3.0% | 4.0% |
| 秦皇岛煤炭 | 550 | -5.5% | -5.2% | 美元墨西哥比绍 | 18.9 | -4.0% | -3.6% |
| 纽卡斯尔煤炭 | 65 | -2.8% | -36.0% | 美元阿根廷比绍 | 59.9 | 4.0% | 58.9% |
| 布朗特原油 | 66 | 14.7% | 19.0% | 利率 | 最新 | 季初至今 | 年初至今 |
| Henry Hub天然气 | 2.1 | 2.0% | -35.7% | 美国国债-3个月期 | 1.91% | -0.18% | -0.90% |
| 锌 | 2,312 | -4.8% | -8.2% | 美国国债-2年期 | 1.57% | -0.05% | -0.92% |
| 镍 | 14,237 | -17.3% | 34.3% | 美国国债-10年期 | 1.92% | 0.25% | -0.77% |
| 马来西亚棕榈油 | 3,016 | 50.0% | 54.4% | 美国国债-30年期 | 2.39% | 0.28% | -0.62% |
| 马来西亚橡胶 | 593 | 9.9% | 13.4% | 中国国债-3个月期 | 2.41% | 0.08% | -0.42% |
| 白糖 (美分/磅) | 2,930 | -5.2% | -1.0% | 中国国债-2年期 | 2.63% | -0.05% | -0.13% |
| 阿根廷玉米 | 175 | 12.9% | 1.7% | 中国国债-10年期 | 3.14% | 0.00% | -0.17% |
| 哥伦比亚咖啡 | 7,797 | 14.4% | 34.7% | 中国国债-30年期 | 3.71% | 0.00% | -0.13% |

*数据/图表来源：彭博与惠理内部资源，数据截至2019年12月31日

免责声明：

本文提供之观点纯属惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）观点，会因市场及其他情况而改变。以上资料并不构成任何投资建议，亦不可视为倚赖之依据。所有数据是于呈示之日搜集自被认为是可靠的数据源，但惠理不保证数据的准确性。本文包含之部分陈述可能被视为前瞻性陈述，此前瞻性陈述不保证任何将来表现，实际情况或发展可能与该等前瞻性陈述有重大落差。

本文件并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。刊发：惠理基金管理香港有限公司。

致新加坡投资者：本宣传档并未经新加坡金融管理局审阅。Value Partners Asset Management Singapore Pte Ltd公司注册编号为200808225G。