

中美爭奪戰不影响亞洲債券強勁收益策略

2020年1月

第四季度，市場充斥著的各種紛繁信號，以及中美對話的拉鋸狀況仍是市場的焦點。中美“第一階段”談判協議的進展令美股年度回報攀升至自六年以來的新高，油價走勢也錄得自2016年以來的最大漲幅。參考下列圖表，我們相信貿易談判的良好進展推動美國國債收益率在2019年第四季上半旬上升，利率在區間窄幅波動，並在第一階段協議公布後往2%方向上漲。新興市場的企業債券市場和中國高收益債券市場均因供應不足和投資者尋求收益而得到提振，但12月份非地產領域的零星違約事件亦影響了市場投資氣氛。我們將繼續密切關注中國在岸市場的發展及潛在違約風險，社會及金融市場改革，以及人民銀行的政策為中國的債券市場帶來支持。政府的措施包括利率向市場主導系統的轉移、“落戶”寬鬆計劃，以及央行的降准決定等。

全球主要央行對貨幣寬鬆政策態度謹慎，隨著負利率的推行，為全球高收益資產加添壓力。目前，提供收益率多於5%的債券僅佔整個公開債券市場的5%。與美國及其他新興市場相比，亞洲信貸市場 - 尤其是以美元計價的中國地產債券 - 具稀缺價值。預計未來資本流入將會持續。貿易戰今後的發展進程仍具有不確定性，而亞洲信貸中的估值較低的板塊 - 特別是中國信貸 - 是值得關注的。鑒於兩個超級大國在各方面展開爭奪戰已成為新常態，我們認為相關策略會帶來強勁收益。

圖1：債券指數回報率達雙位數

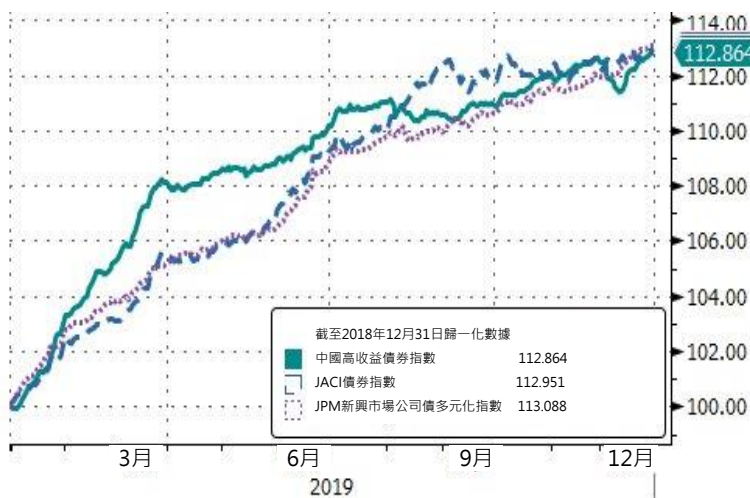


圖2：美國國債收益率正在觸底

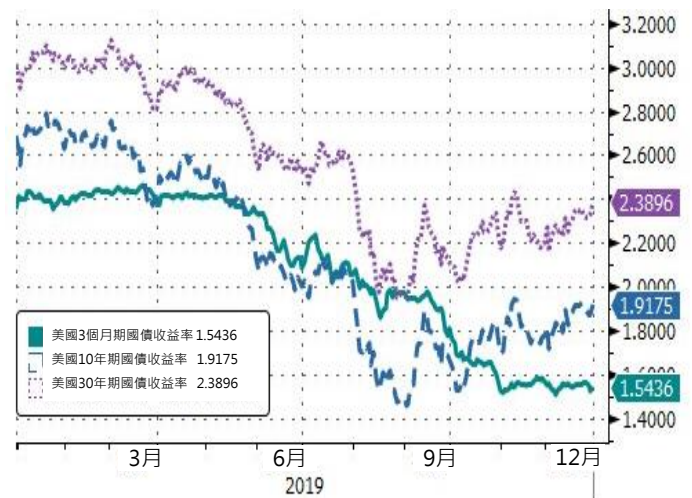
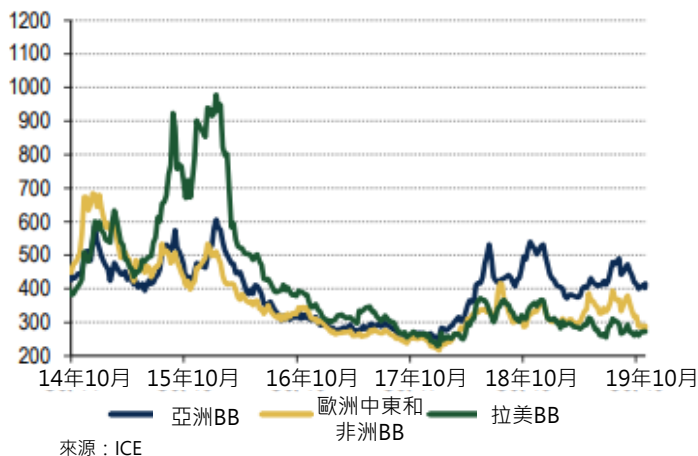


圖3：按地區劃分的BB級和B級債券利差

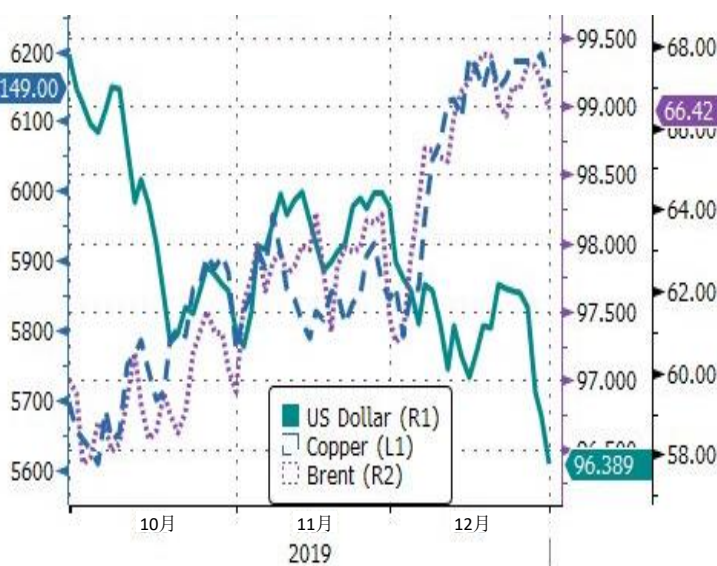


中國製造業取得三年來最快增速，財新製造業採購經理人指數（PMI）到51.8，為2016年12月以來的最快增速。我們留意到美國的製造及服務行業的情況亦見好轉，新業務流入增加起到了刺激作用。同時，德國出口型製造業收縮放緩，企業對未來業務持較樂觀取態。在此期間，中美宣布達成“第一階段”協議，使銅價和油價雙雙從底位回升。

圖4：主要經濟體PMI指數觸底後回升



圖5：銅價和油價觸底回升



美國近期數據未達預期，觸發市場對信貸收益曲線向下調整的憂慮，但我們認為美國經濟短期內不會衰退。目前，持續的弱美元投資主題，亦受政策決策者的支持，取向從貨幣寬鬆轉向財政寬鬆。於2019年第四季，美元指數從99.4跌至96.4。同時，英鎊和歐元的強勁表現也讓美元備受壓力。鮑里斯·詹森（Boris Johnson）在漫長的脫歐過程中贏得英國大選，帶動英鎊大幅升值。另一方面，特朗普繼續抱持反全球化立場，美國對全球需求增長的貢獻減少，明年美元可能繼續承壓。倘若貿易緊張局勢有所緩和，歐洲經濟尤其是歐洲出口商應會從中受益。

利率方面，我們仍預期美國10年期國債收益率將從2019年年末的1.92%回升至2.1%，與八月份的1.45%相比有所上升。然而，我們認為利率在2020年年底將再度回落。觀看預測利率“點陣圖”的走勢，利率在2021年和2022年將稍為向上。但是，在12月的聯邦公開市場委員會（FOMC）會議上，美聯儲主席傑羅姆·鮑威爾（Jerome Powell）表示，加息的門檻相當高，需視乎通脹會否持續大幅上升而決定。2020年年底總統大選存在的潛在不確定性或將會拉升新一輪美國國債價格。

隨著中美貿易協議取得積極進展，並推動了市場重振旗鼓，第四季度的亞洲信貸（JACI）回報率上升1%。在印度，金融業的系統性整治、逐步取消商品和服務稅、以及破產法的推行均有望刺激經濟逐步復甦。印尼政府則致力於通過綜合法中的各種稅收改革改善全國投資環境。亞洲以外，美國-墨西哥-加拿大自貿協定的批准工作取得進展，促使墨西哥資產價格上漲，此外，OPEC+進一步減少石油供應量亦提振了新興石油出口國的經濟。

除了美聯寬鬆政策傾向，自19年第三季度以來，新興市場各國央行也同步實施寬鬆政策，以支持2020年初的經濟復甦，從而限制了市場波動向信貸和金融市場蔓延的風險。但是，我們認為投資者應當警惕阿根廷和黎巴嫩潛在的債務重組以及全球社會動蕩的浪潮，這可能導致玻利維亞、智利和香港等市場的財政平衡持續惡化。

中國在岸債券市場

中國在岸債券市場在第四季度整體延續了第三季度的趨勢。利率再次出現小幅震盪上行，主要原因是豬肉價格上升導致居民消費價格指數（CPI）上漲、中美貿易摩擦達成第一階段協議、以及中國貨幣政策保持穩定不追隨海外降息等影響。

從9月至10月，市場受貨幣政策短期不會更放鬆、通脹上行和風險偏好恢復等主要因素推動下，中國債券收益率錄得升幅。10年期國債收益率最高攀升至3.31%，比第四季度末增長17個基點。自11月以來，主要受經濟和金融數據整體偏差、央行邊際利率下調、以及市場風險偏好下降的影響，利率債整體走強。截至12月31日，10年期政府債利率下滑至3.14%，較第四季度的高位下降17個基點。

2019年整體來說，信用債的表現優於利率債，但收益率目前仍處於歷史低位。信用債的發行繼續保持自2018年第四季度以來的回彈趨勢，發行規模和淨融資規模均較2018年大幅增長，但收益率呈下降趨勢。下沉評級的資本回報率高於長期回報率，但違約風險仍在逐漸擴大。截至目前，違約信用債數量為201個，其中39家均是首次出現違約。

考慮到各種因素，我們認為2020年第一季度貨幣政策進一步寬鬆的可能性仍然很高。實體經濟面臨的下行壓力將進一步促使央行降低社會融資成本。與此同時，疏通貨幣傳導機制仍將是2020年的首要任務。從信用角度看，高收益債券策略在信用品質差異化過程中仍有機會。就具體行業板塊而言，地方政府融資平台（LGFV）繼續享有有利的短期融資環境；房地產企業政策適度寬鬆，其他行業民營企業的整合會加速；私營企業融資繼續面臨壓力，可能帶來特殊投資機會。

圖6：中國國債和國開行債券

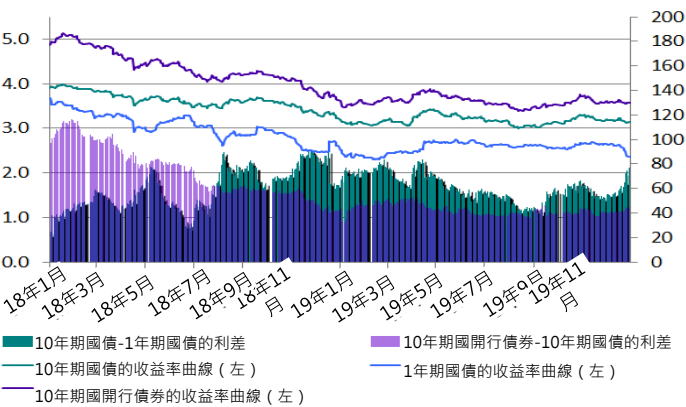
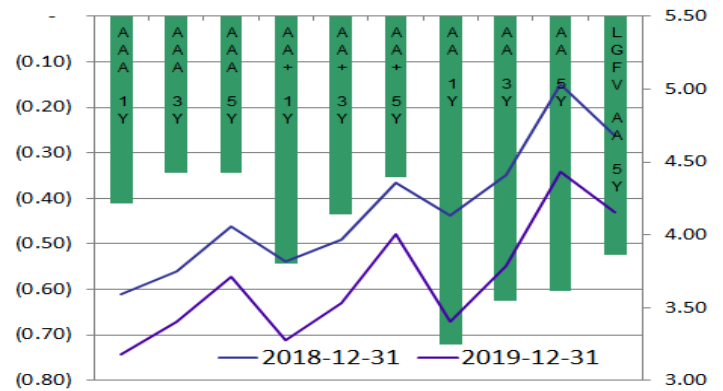


圖7：中國在岸信用債



中國離岸房地產信用債取得強勁回報

協力廠商機構數據顯示，第四季度房地產銷量繼續顯示出強勁的韌性，我們關注的上市地產公司在2019財年的銷量同比增長約20%。2019年首11個月的全國銷量同比增長7.3%（首10個月：7.3%），全年銷售額將達到16萬億元人民幣。上市地產公司在第四季度積極推銷，與第三季度相比錄得平均增幅37%，與2018年第四季度相比增長29%。我們預期2020年地產銷量將大致保持穩定，而中型開發商有望交出亮麗表現。我們認為受需求回彈和供給受控的推動，一二線城市的銷量將繼續增長，而三四線城市由於價格下跌預期和較高庫存，在經歷了由政策驅動的短暫復甦後仍將面臨壓力。

與第二季度以來的嚴格收緊政策相反，自2019年第四季度以來，政策方向轉變較為明顯，預期這一趨勢將維持至2020年。雖然12月的政治局會議未有提及房地產行業，但最近的中央經濟工作會議繼續保持了求穩的基調，強調“穩地價、穩房價、穩預期，保持房地產市場平穩健康發展”，同時全面落實因城制策。在這種更為穩健的自上而下的政策方針，很多地方政策進行了微調，包括放鬆公積金房貸、在幾個二三線城市（包括佛山、青島、成都天府、廣州、清遠等）的特定區域/城區實行落戶/限購等。總體而言，我們預期政策將繼續針對具體城市，並有適當調整，2020年有望防範下行風險和為市場帶來支持。

*圖表來源：彭博、Chinabond.com.cn及惠理，數據截至2019年12月31日

中國高收益地產債券在2019年表現亮眼，本年迄今總回報率為15%。按照當前的估值，中國地產行業與美國高收益債的利差為222個基點，與CEMBI高收益債的利差為206個基點。截至2019年12月31日，摩根大通信貸指數（JACI）中國B級地產債與摩根大通信貸指數（JACI）中國BB級地產債的利差約為169個基點，與2016年以來的歷史平均水準相比，屬於合理水準。

由於國家發改委調整了政策，只向原始期限超過一年的債券的再融資批准發行額度，2020年地產行業的美元債券淨供應量將顯著降低。因此，考慮到實體市場的韌性、政策扶持力度加大，以及市場技術的發達，我們預期到2020年第一季度信用債利差將進一步收緊。此外，2020年第一季度單一B類企業將繼續提供更高的相對價值，同時摩根大通信貸指數（JACI）中國B級地產債與摩根大通信貸指數（JACI）中國BB級地產債的利差將有所壓縮。

圖8：2020年預計中融資成本回至下降趨勢

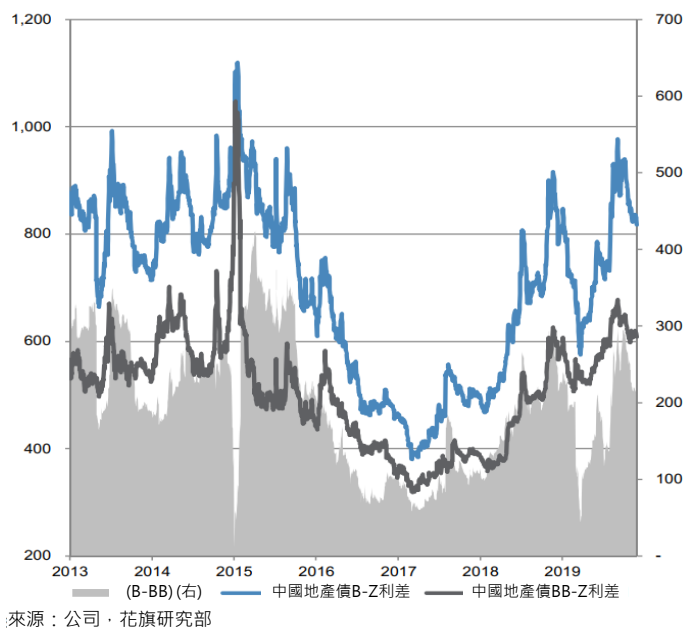
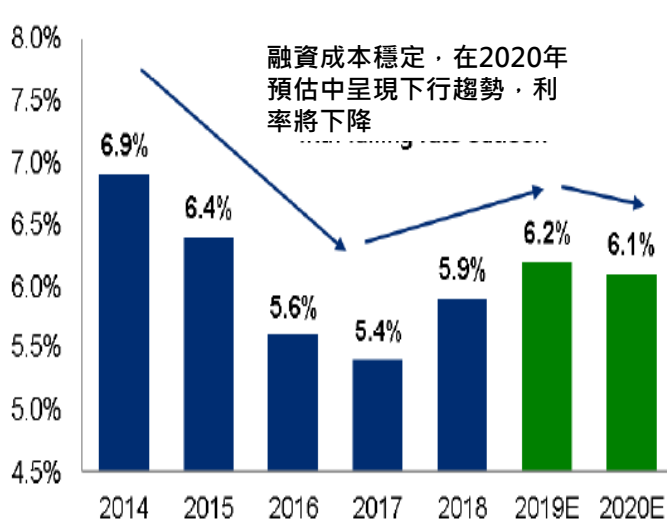


圖9：JACI中國B級與BB級地產債比較



來源：摩根大通，數據截至2019年11月29日

中國離岸工業債券繼續頻發信用事件，精選債券展現價值

彭博彙編的數據顯示，2019年，中國離岸公司債違約總額為24.7億美元，包括七種美元計價債券、一種離岸人民幣債券和一種港元債券。中國工業領域在第四季度仍然信用事件頻發，違約趨勢從私企蔓延到了國企，天津物產（TEWOOG）和北大方正（PKFOUN）尤為引人關注。11月下旬，由天津市國資委單獨控股的國企天津物產公佈了總額為12.5億美元的四種離岸美元債券的債務重組計畫，根據該計畫，這些債券將打折發售，或重組為天津本地另一家國企發行的新債務證券。該計畫給予投資者36%到67%的回收價值，具體取決於原始債券的期限。在天津物產的案例中，儘管有所削減，但離岸投資者仍將獲得優於在岸投資者的待遇。北大方正則是未能在12月2日到期償還一項在岸超短期融資券（SCP），但設法避免了一次官方違約，原因是在岸債券持有人批准將違約的20億元人民幣在岸短期票據延期至2月21日。北大方正擁有一筆本金總額為18億美元的已發行美元債券，北大方正子公司北大資源（FOUIHK）還擁有一筆11.5億美元的已發行債券。北大方正由北京大學控股，雖然北京大學與少數私人股東之間一直存在股東糾紛，但該公司一直被視為國企。北大方正可能違約的消息令市場震驚，對其他弱勢國企產生了一定程度的溢出效應。在私企方面，山東的公司繼續成為關注的焦點，其中玉皇化工無力按時償還在岸公司債，引發了離岸美元債交叉違約。另一方面，山東如意在12月成功償還了2019年到期債券，有助於穩定市場情緒。

總體上，由於中國私企與部分弱勢國企的在岸融資不斷收緊，我們對中國的工業領域保持謹慎態度。但是，這種疲軟的市場情緒和過度波動性也帶來了交易機會。例如，一些大學產業類債券下跌了30個百分點，後由於北大方正的違約消息又在12月反彈了20多個百分點。12月，山東部分產業類債券也是先下跌約10個百分點後又回升約4個百分點。我們精選了部分基本面穩固和/或股東實力雄厚且受在岸信貸債券市場收緊影響較小的公司。

信用違約掉期指數

信用違約掉期 (CDS) 指數是一種信用衍生品，用於對沖信用風險或在多家信用實體持倉，類似於為買方提供特定風險（如違約、破產和信用評級下調）保護的保險合同。CDS指數是一種完全標準化的信用擔保，因此流動性更強，買賣利差更小，這與其中最基本的條款、屬於場外交易衍生品的信用違約掉期 (CDS) 有所不同。因此，利用CDS指數對沖CDS組合或債券組合的成本，可能低於通過購買多個單名CDS達到類似效果的成本。目前企業CDS指數主要分為兩大類：CDX和iTraxx。CDX指數涵蓋北美和新興市場公司，由CDS指數公司 (CDSIndexCo) 管理，Markit Group Limited負責行銷，iTraxx指數涵蓋全球其他地區的公司，由Markit旗下的國際指數公司 (IIC) 管理。

ICE美林期權波動率估計 (MOVE)

MOVE指數是公認的衡量美國利率波動性的指標，該指數跟蹤美國國債收益率波動性的變化，以2年期、5年期、10年期和30年期國債的一個月場外期權的市價表示。多項研究表明，MOVE指數歷來提供有關美聯儲貨幣政策路徑的可靠信號。有關研究顯示，在以往實施保險性降息時，例如美聯儲在1995年和1998年的降息，MOVE都在美聯儲初次行動前後不久達到最高點，而後再走低——表明降息達到了預期的舒緩效果。與之形成對比的是，在2001年和2007年引起衰退的寬鬆週期首次降息後，MOVE在很長時間內一直保持高位。

圖10：MOVE指數和聯邦基金利率

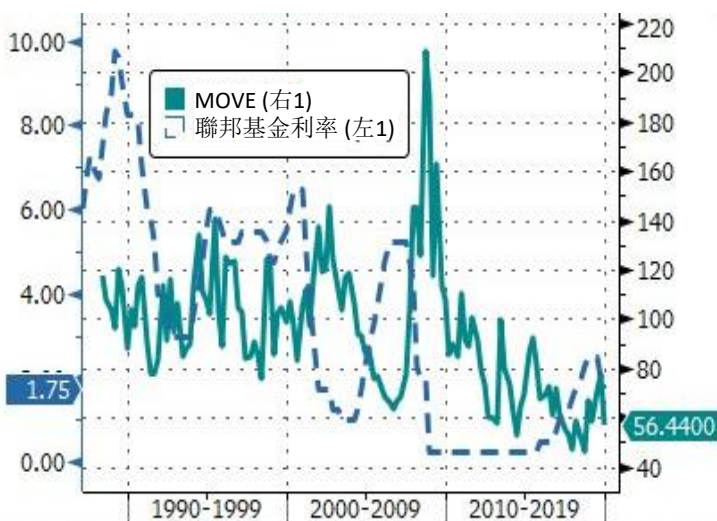
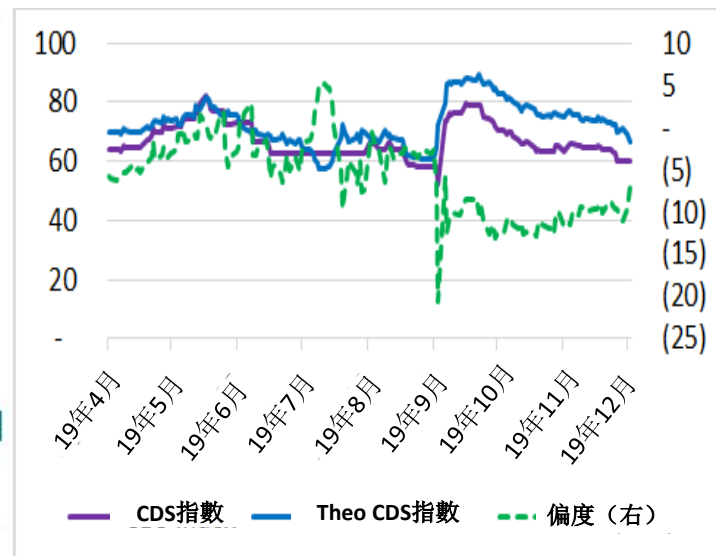


圖11：圖解CDS指數及其偏度



CDS指數的偏度(SKEW)

儘管CDS指數的偏度經常在偏度交易的背景下討論，但這裏我們想從偏度交易背後的推動力以及前瞻性兩個角度進行討論。偏度指CDS指數和基於基礎構成名稱的指數固有價值之間的差異。由於與CDS指數相比，部分基本單一名稱相對流動性不足，加上最終用戶有所不同，進而導致態勢不同，可能存在偏度套利分子。指數通常由不交易單名的機構廣泛用作宏觀對沖及用於持有定向頭寸，高流動性使指數成為開展此類活動的、極具吸引力的工具。有時，市場參與者認為對CDS指數的高需求會產生負偏度（如上圖所示），這預示著市場參與者預期信用利差會擴大。Markit iTraxx指數繼在2015年和2016年大部分時間處於負值後，到2017年年初轉為正值，之後iTraxx歐洲指數又從70個基點收緊至43個基點。

GDP預測	2019	2020	2021
阿根廷	-2.8	-1.7	1.5
澳大利亞	1.8	2.2	2.5
巴西	1.0	2.2	2.5
中國	6.1	5.9	5.8
印度	5.5	5.1	6.2
印尼	5.0	5.0	5.3
日本	0.9	0.3	0.8
馬來西亞	4.5	4.3	4.5
墨西哥	0.0	1.1	1.8
俄羅斯	1.2	1.7	1.9
南非	0.4	1.1	1.4
韓國	1.9	2.2	2.3
泰國	2.5	3.0	3.3
土耳其	0.2	2.6	3.1
債券指數	最新	季初至今	年初至今
中國企業債高收益指數	1,375	1.7%	12.8%
摩根大通亞洲信貸指數-核心	243	0.9%	13.0%
摩根大通新興市場債券指數	945	1.8%	15.0%
摩根大通新興市場公司債券指數	351	2.2%	13.1%
大宗商品	最新	季初至今	年初至今
黃金 (美元/盎司)	1,517	3.1%	18.3%
白銀 (美元/盎司)	18	5.1%	15.3%
鉑金 (美元/盎司)	966	9.4%	21.4%
銅 (美元)	6,196	8.8%	4.2%
鋁 (美元)	1,800	5.8%	-3.4%
鐵礦石62%鐵	90	-1.8%	27.9%
中國焦炭	2,130	-4.5%	-15.8%
DOE煉焦煤	149	4.7%	17.9%
秦皇島煤炭	550	-5.5%	-5.2%
紐卡斯爾煤炭	65	-2.8%	-36.0%
布朗特原油	66	14.7%	19.0%
Henry Hub天然氣	2.1	2.0%	-35.7%
鋅	2,312	-4.8%	-8.2%
鎳	14,237	-17.3%	34.3%
馬來西亞棕櫚油	3,016	50.0%	54.4%
馬來西亞橡膠	593	9.9%	13.4%
白糖 (美分/磅)	2,930	-5.2%	-1.0%
阿根廷玉米	175	12.9%	1.7%
哥倫比亞咖啡	7,797	14.4%	34.7%

5年期CDS指數	最新	季初至今	年初至今
阿根廷	3,316	-747	2512
澳大利亞	16	-5	-9
巴西	99	-41	-111
中國	31	-17	-35
印尼	63	-29	-75
印度	63	-8	-45
馬來西亞	35	-18	-75
墨西哥	79	-39	77
俄羅斯	55	-31	-98
南非	163	-30	-60
泰國	24	-7	-22
土耳其	282	-76	-79
股票指數	最新	季初至今	年初至今
上證指數	3,050	5.0%	25.3%
恒生指數	28,190	8.4%	13.0%
MSCI指數 (日本除外)	691	12.1%	18.7%
MSCI新興市場指數	1,118	12.1%	19.0%
外匯	初至	初至	初至
美元人民幣	6.96	-2.6%	1.3%
美元港幣	7.79	-0.6%	-0.5%
美元日元	109	0.5%	-0.9%
美元韓元	1,156	3.6%	3.6%
美元澳元	1.43	-3.7%	0.5%
美元盧比	71.4	0.7%	2.3%
美元印尼盾	13,866	-2.3%	-3.6%
美元泰銖	30.0	-7.9%	-7.9%
美元里拉	5.95	5.3%	12.5%
美元雷亞爾	4.03	-3.0%	4.0%
美元墨西哥比紹	18.9	-4.0%	-3.6%
美元阿根廷比紹	59.9	4.0%	58.9%
利率	最新	季初至今	年初至今
美國國債-3個月期	1.91%	-0.18%	-0.90%
美國國債-2年期	1.57%	-0.05%	-0.92%
美國國債-10年期	1.92%	0.25%	-0.77%
美國國債-30年期	2.39%	0.28%	-0.62%
中國國債-3個月期	2.41%	0.08%	-0.42%
中國國債-2年期	2.63%	-0.05%	-0.13%
中國國債-10年期	3.14%	0.00%	-0.17%
中國國債-30年期	3.71%	0.00%	-0.13%

*數據/圖表來源：彭博與惠理內部資源，數據截至2019年12月31日

免責聲明：

本文提供之觀點純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）觀點，會因市場及其他情況而改變。以上資料並不構成任何投資建議，亦不可視作倚賴之依據。所有數據是於呈示之日搜集自被認為是可靠的數據源，但惠理不保證數據的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此前瞻性陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等前瞻性陳述有重大落差。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。

致新加坡投資者：本宣傳檔並未經新加坡金融管理局審閱。Value Partners Asset Management Singapore Pte Ltd公司註冊編號為200808225G。