



# 惠理固定收益季度投資展望

## 報告摘要

### 美國：六月份雖暫停加息，但仍維持緊縮立場

美國聯儲局自2022年3月起連續10次加息以來，於今年6月首次暫停加息，令局方能夠充分評估緊縮貨幣政策對經濟的累計影響。然而，通脹增速放緩但維持高企不太可能令聯儲局釋出鴿派言論，更不能排除聯儲局今年稍後時間恢復加息的可能性。

雖然美國的就業與通脹數據仍保持著較高的水平，但我們注意到兩者已開始展現出部分疲軟的跡象，亦意味美國短期利率的趨勢或更具不確定性。不過，貨幣緊縮政策所帶來的信貸收縮，資金成本上升，以及勞動力市場放緩等因素將會反映在美國經濟及增長前景。因此，我們預期美國國債孳息率於中期將會呈現下跌趨勢。

### 中國：疫後反彈無以為繼，政府或將推出更多刺激措施

隨著政府撤回防疫限制措施及壓抑需求推動中國首季經濟展開復甦後，經濟增長動力開始減弱，房地產市場仍然陷入低迷。此外，基於賣地收入為大部分地方政府的收入來源，隨著該筆收入按年大幅減少，地方政府的財政狀況持續引起投資者的關注。若經濟活動低迷，市場未能重拾信心，通縮風險或會上升。然而，增長預期放慢將提高政府於7月份舉行的政治局會議或之前進一步出台寬鬆政策的可能性。

我們預期政策方向將維持支持經濟發展，但將會更集中在消費。貨幣政策應繼續維持寬鬆以保持市場具有充足的流動性。人民銀行於6月份下調存款利率及貸款市場報價利率(LPR)後，存款準備金率(RRR)及政策利率或將被下調。隨著減息的幅度不斷擴闊，政府同時必須平衡資本外流、貨幣貶值及削弱銀行財政狀況等負面影響。政策性銀行可能會被要求支持基建投資及地方政府。房地產方面，政府或將進一步調整現有的政策，包括放寬房屋購買限制及降低首期比例，或微調於2022年底出台的融資規定。上述調整或能提振短期的投資情緒，但政府不太可能對目前經濟及房地產政策作出更大的調整。

## 信貸策略

考慮到宏觀層面的持續挑戰，包括市場波動、美國經濟衰退風險、流動性收緊、持續的地緣政治擔憂，以及中國復甦的不穩定性，我們仍持謹慎態度。

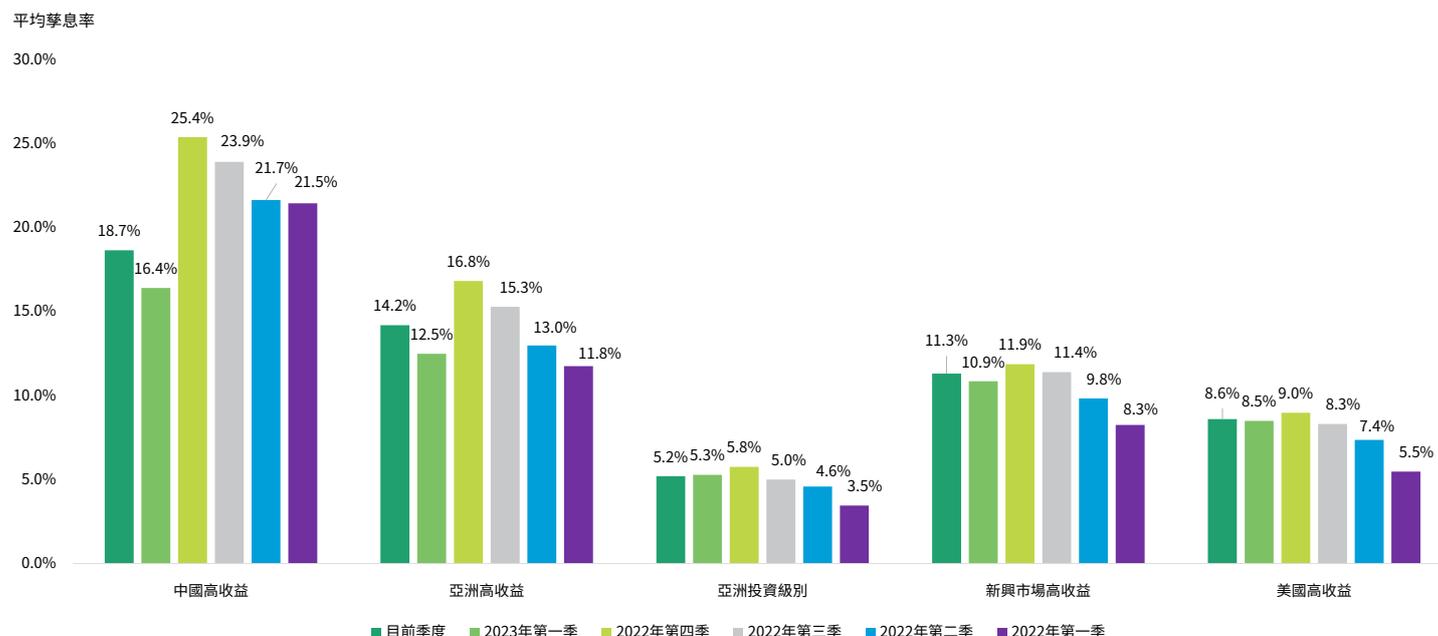
在中國重新開放及政策轉向房地產行業後，亞洲美元債券在第一季度出現了反彈，但由於中國經濟數據疲軟，削弱投資情緒。然而，展望第二季度以後，考慮到亞洲地區強勁的內需，我們預計亞洲整體經濟復甦將繼續改善。在消費帶動下，中國應會保持在復甦軌跡上，儘管短期至中期經濟存在不確定性。此外，對亞洲個別市場而言(如韓國及印度)，通脹持續放緩是一個正面訊號，因可以有更大空間實施寬鬆政策。另一方面，我們仍然對各種風險保持警惕，包括全球經濟放緩可能對該地區的出口前景帶來壓力，以及中國增長的滯後性，特別是房地產行業可能需要一段時間才能恢復。

美國利率高企，導致亞洲及中國投資級別債券發行淨額相對低迷，

違約風險低令相關債券發行方的基本面仍保持穩健。亞洲高收益債券方面，債券發行方的信用質素在信貸及房地產週期調整後已大致穩定。盈利及現金流復甦的速度仍然是我們關注的重點。信用質素較好的債券發行方正轉向國內銀行及債券市場以滿足再融資需求。

通脹和美國利率見頂及有限的債券供應將支撐亞洲債券市場的技術面。亞洲投資級別債券的孳息率約為5%，主要反映美國國債孳息率的表現，這應有助於減輕信貸息差擴大的影響。基於短期亞洲投資級債券的整體孳息率較具吸引力及擁有較穩定的總回報，相關債券仍然是較理想的投資對象。與此同時，由於中國經濟數據放緩，亞洲及中國高收益債券的孳息率於第二季度急升，相對於其他地區的同類型債券，前者的估值相對吸引(圖一)。對於佔亞洲高收益債券市場約10%的中國房地產市場，由於土地銷售低迷及信心不振，我們認為該市場仍需一段時間才能展開復甦，但我們預計2024年將逐漸出現一些改善的跡象。對於中國非房地產行業，我們相信部分發行方將受惠於消費需求反彈。

圖一：中國經濟增速放慢，亞洲高收益債券孳息率呈上升趨勢



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數，彭博指數；截至2023年6月

總體而言，基於中國經濟增長的不穩定性與信用質素出現分化，自下而上的投資策略及行業多元化仍然至關重要。我們繼續對中國基本面的復甦速度持謹慎態度，並繼續多元化我們的投資組合，投資在印度、印尼、香港及澳門市場。鑑於通脹及就業數據保持強勁，預期聯儲局仍會維持鷹派立場，因此我們更傾向採取配置短存續期的債券。然而，隨著美國利率見頂，我們認為中期仍有逐漸增加存續期的空間。就總回報而言，截至6月中旬止第二季，摩根大通亞洲信貸投資級債券指數(JP Morgan Asia Credit Index Investment Grade) (「亞洲投資級指數」)及摩根大通亞洲信貸高收益債券指數(JP Morgan Asia Credit Index High Yield) (「亞洲高收益指數」)分別上升3.5%及2.2%。

## 行業觀點

### 中國在岸

自3月以來，10年期中國國債孳息率下滑30個基點至2.6% (截至6月中旬止今年以來下跌18個基點)，主要由於中國經濟增長勢頭放緩。與此同時，今年以來地方政府的土地拍賣收入按年減少25%，表明財政壓力正持續升溫。截至2022年12月，地方政府融資平臺(LGFV)債務佔中國銀行總資產約13%。然而，我們認為地方債務不會對銀行構成系統性風險，因為中央政府或提供更多支持，儘管不能排除對部分債務進行重組的可能性，但銀行業的不良貸款風險將會在未來幾年分散。此外，房地產及消費活動也陷入低迷。因此，我們預計中國國債孳息率將趨於穩定，並維持在當前水平。孳息率或會在第四季度上升，但這也取決於對政策的反應與可持續需求的復甦。

6月份存款利率及政策利率下調表明政府對經濟放緩及通縮壓力感到擔憂，進一步的寬鬆政策可能會導致人民幣走弱。今年上半年，由於聯儲局的鷹派立場，5年期中國國債孳息率(68至166個基點的差距)或10年期中國國債孳息率(44至118個基點的差距)於大部分時間均低於美國國債孳息率。取決於目前中國的政策立場，進

一步的減息可能會導致10年期中國國債孳息率下試至2020年的低點2.4%，或會進一步擴大與美國之間的孳息率差距。

### 亞洲投資級債券

亞洲投資級指數的信貸息差大致保持穩定(截至6月中旬止今年以來下跌5個基點至174個基點)。基於宏觀風險，我們認為信貸息差在下半年將處於橫行或略微上升的趨勢。儘管如此，亞洲投資級債券應具備防守性，特別是短期債券，其整體孳息具有吸引力。期內，亞洲投資級指數取得3.5%的總回報。美國國債孳息率陷入整固將會是2023年及以後驅動亞洲投資級別債券表現的主要因素，主要是我們認為信貸息差將保持穩定。

我們認為亞洲大多數央行將致力避免採取「過度緊縮」的政策控制通脹，另外更高的美元融資成本對亞洲投資級債券發行方所產生的影響應相當有限。相關公司可以從國內市場取得替代融資，該市場的債券孳息率正持續下滑。再者，較低的墮落天使風險及有限的債券供應，應有利亞洲投資級債券在2023年保持穩健。

整體而言，美國陷入衰退的可能性上升及通脹放緩的趨勢之背景下，應更利好投資級債券的表現，以及有利投資者部署長存續期的債券。然而，與美國投資級指數比較，亞洲投資級指數的信貸息差僅1.2倍，處於狹窄徘徊的水平，因此我們對後者持中性看法。然而，美國息差具有潛在的擴闊空間、中美貿易緊張局勢持續，以及中國加強對科技、媒體和電信行業的監管，將會為亞洲投資級別債券的信貸息差帶來上升壓力。

### 中國房地產

基於房屋銷售低迷及需求疲弱，截至6月中旬，中國房地產高收益債券錄得負回報。該行業在第一季度出現部分改善跡象，惟市場信心普遍疲弱，4月份出現倒退。因此投資者對政府出台更多寬鬆政策抱有更高的期望，包括放寬一線城市的購房限制及調低首期比例等。在我們看來，政府應會繼續支持行業發展，但不會推出大規模的刺激措施。房屋供應及社會穩定仍然是政府的首要任務，鑑於預

期收入增長及就業保障是可持續令銷售復甦的優先條件，我們認為擴大需求將更為迫切。

今年首5個月，全國房地產銷售額按年增長12%，達到4.5萬億元人民幣，但國有企業及民營企業開發商之間的兩極化趨勢仍然存在，後者按年下跌24%。考慮到資金緊張、供應減少及需求低迷，我們對民營企業的銷售能否觸底反彈持謹慎態度。在同一時期，由於土地收購受限、銷售率下降，以及更多資源用於項目竣工（按年上升20%），新開工項目持續下滑，期內按年下降23%。對於今年下半年，我們預計民營企業將繼續專注於債務償還，買地支出維持低迷，其業務規模及資產負債表將會出現收縮。相反，由於國有企業繼續獲得資金及強大的融資支援，預計將獲得更多的市場份額。

我們認為部分民營開發商經歷了一輪去產能和去槓杆化後應該能夠度過低潮期。此外，民企將成為潛在需求復甦的主要受益者，仍然是我們的首選。然而，我們對中國房地產領域持謹慎態度，並需要繼續探索房地產銷售及開發商的融資能力能否呈現進一步復甦的有力證據。

### 澳門博彩業

2023年首五個月，澳門博彩債券提供了穩定的回報，升幅達到3.8%。博彩企業受惠於中國的重新開放，致博彩毛收入(GGR)取得強勁復甦。第一季度整體GGR錄得350億澳門元，為2019年同期水平的45%，至5月底更進一步提高至52%。特別是首季中場博彩收入強勁復甦，達到了2019年同期水平的70%，超出大多數預期，並在5月底進一步提高至85%。這些因素將支撐博彩企業的信用狀況，包括EBITDA增長(因為其大部分營業費用是固定支出)及帶來現金流，從而支持去槓杆化，並在中期改善其信用前景。

進入下半年，基於酒店供應增加及季節性改善，即使我們預計訪澳旅客人數及GGR將出現放緩，但仍維持復甦趨勢。此外，中國國家移民管理局於五月份宣布將進一步優化出入境管理政策，這一舉措應有助團體旅遊復甦，與大陸的個人遊計畫相比(允許中國居民前往香港和澳門)，團體旅遊的增長步伐相對較慢。

我們認為，儘管當前市場估值已經反映了基本面的復甦，但該行

業仍具備良好的投資收益和分散投資的特點。與此同時，中國整體高收益債券的供應較低，也支援該行業的技術面。

### 印度和印尼企業

與美國高收益債券相比，印度企業的債券估值偏高。印度可再生能源企業獲強大的政策支援，加上應收款項天數減少，以及國內融資渠道不斷改善，相關行業的基本面將保持穩定，所發行的債券可視為投資組合一項較大的配置，並令組合更多元化。然而，考慮到美國經濟衰退風險和持續的利率波動，相關債券或面臨信貸息差擴大的風險。我們認為，若信貸息差擴大，該領域將湧現投資機遇。

印尼債券的再融資風險有限，其表現大致保持穩定，具備分散投資的優勢。印尼財政實現盈餘及通脹處於受控水平，反映經濟持續改善。印尼央行持續加強匯率穩定，從而避免印尼盾產生劇烈波動。當地的房地產開發商將受惠於2023年下半年集中推出的項目，以及較低的抵押貸款利率。此外，大宗商品企業受惠於成本低及有限的再融資風險，具備一定的防守性。我們密切關注中國需求疲軟對商品價格的影響，但考慮到中國經濟長遠保持穩健，我們預計該因素將支持今年印尼高收益債券的表現。

除另外說明，本文所有數據均取自彭博。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意見，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。所有資料是搜集自被認為是可靠的資料來源，但惠理不保證資料的準確性。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。

投資涉及風險，基金單位價格可升亦可跌，基金過往業績並不表示將來的回報。投資者應參閱有關基金之解釋備忘錄，以瞭解基金詳情及風險因素，投資者應特別注意投資新興市場涉及之風險。在決定認購基金之前，您或應徵詢財務顧問之意見。如果您選擇不徵詢財務顧問之意見，則應考慮該基金產品對您是否適合。證監會認可不等如對該計劃作出推介或認許，亦不是對該計劃的商業利弊或表現作出保證，更不代表該計劃適合所有投資者，或認許該計劃適合任何個別投資者或任何類別的投資者。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。

香港總部：惠理集團有限公司  
香港中環皇后大道中99號中環中心43樓  
電話：+852 2880 9263  
傳真：(852) 2564 8487  
電郵：vpl@vp.com.hk

新加坡辦事處：  
Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.  
9 Raffles Place, #13-04, Republic Plaza, Singapore 048619  
電話：+65 6718 0380  
電郵：vpams@valuepartners.com.sg

馬來西亞辦事處：  
Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd  
Level 28, Integra Tower The Intermark, 348 Jalan Tun Razak,  
50400 Kuala Lumpur, Malaysia  
電話：+60 3 2775 7688  
電郵：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

上海辦事處：  
惠理海外投資基金管理(上海)有限公司  
中國上海市浦東新區花園橋路33號花旗集團大廈701室  
郵編：200120  
電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

惠理投資管理(上海)有限公司  
中國上海市浦東新區花園橋路33號花旗集團大廈702室  
郵編：200120  
電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

倫敦辦事處：  
Value Partners (UK) Limited  
City Tower, 40 Basinghall Street, London EC2V 5DE,  
United Kingdom  
電話：+44 20 3907 3870  
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com



立即下載惠理手機應用程式，掌握最新基金資訊和市場動態！

關注我們



惠理集團

[www.valuepartners-group.com](http://www.valuepartners-group.com)