



惠理固定收益季度投资展望

报告摘要

美国：六月份虽暂停加息，但仍维持紧缩立场

美国联储局自2022年3月起连续10次加息以来，于今年6月首次暂停加息，令局方能够充分评估紧缩货币政策对经济的累计影响。然而，通胀增速放缓但维持高企不太可能令联储局释出鸽派言论，更不能排除联储局今年稍后时间恢复加息的可能性。

虽然美国的就业与通胀数据仍保持着较高的水平，但我们注意到两者已开始展现出部分疲软的迹象，亦意味美国短期利率的趋势或更具不确定性。不过，货币紧缩政策所带来的信贷收缩，资金成本上升，以及劳动力市场放缓等因素将会反映在美国经济及增长前景。因此，我们预期美国国债孳息率于中期将会呈现下跌趋势。

中国：疫后反弹无以为继，政府或将推出更多刺激措施

随着政府撤回防疫限制措施及压抑需求推动中国首季经济展开复苏后，经济增长动力开始减弱，房地产市场仍然陷入低迷。此外，基于卖地收入为大部分地方政府的收入来源，随着该笔收入按年大幅减少，地方政府的财政状况持续引起投资者的关注。若经济活动低迷，市场未能重拾信心，通缩风险或会上升。然而，增长预期放慢将提高政府于7月份举行的政治局会议或之前进一步出台宽松政策的可能性。

我们预期政策方向将维持支持经济发展，但将会更集中在消费。货币政策应继续维持宽松以保持市场具有充足的流动性。人民银行于6月份下调存款利率及贷款市场报价利率(LPR)后，存款准备金率(RRR)及政策利率或将被下调。随着减息的幅度不断扩阔，政府同时必须平衡资本外流、货币贬值及削弱银行财政状况等负面影响。政策性银行可能会被要求支持基建投资及地方政府。房地产方面，政府或将进一步调整现有的政策，包括放宽房屋购买限制及降低首期比例，或微调于2022年底出台的融资规定。上述调整或能提振短期的投资情绪，但政府不太可能对目前经济及房地产政策作出更大的调整。

信贷策略

考虑到宏观层面的持续挑战，包括市场波动、美国经济衰退风险、流动性收紧、持续的地缘政治担忧，以及中国复苏的不稳定性，我们仍持谨慎态度。

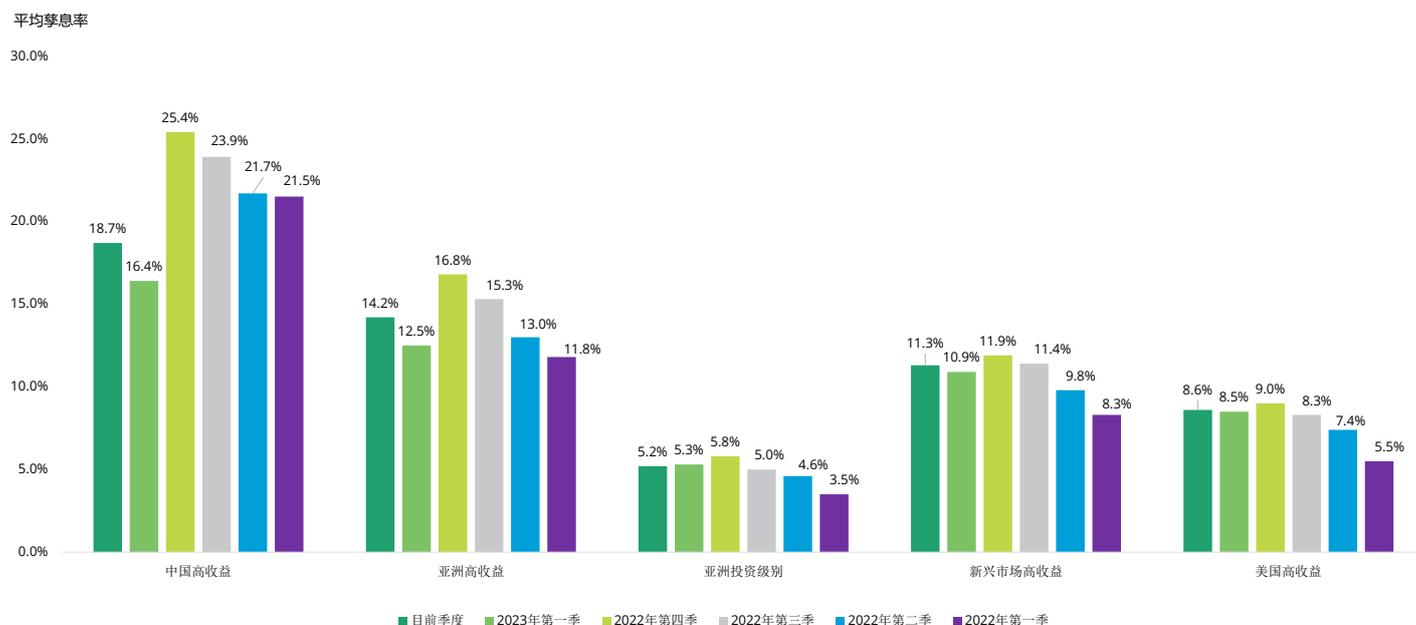
在中国重新开放及政策转向房地产行业后，亚洲美元债券在第一季度出现了反弹，但由于中国经济数据疲软，削弱投资情绪。然而，展望第二季度以后，考虑到亚洲地区强劲的内需，我们预计亚洲整体经济复苏将继续改善。在消费带动下，中国应会保持在复苏轨迹上，尽管短期至中期经济存在不确定性。此外，对亚洲个别市场而言(如韩国及印度)，通胀持续放缓是一个正面讯号，因可以有更大空间实施宽松政策。另一方面，我们仍然对各种风险保持警惕，包括全球经济放缓可能对该地区的出口前景带来压力，以及中国增长的滞后性，特别是房地产行业可能需要一段时间才能恢复。

美国利率高企，导致亚洲及中国投资级别债券发行净额相对低迷，

违约风险低令相关债券发行方的基本面仍保持稳健。亚洲高收益债券方面，债券发行方的信用质素在信贷及房地产周期调整后已大致稳定。盈利及现金流复苏的速度仍然是我们关注的重点。信用质素较好的债券发行方正转向国内银行及债券市场以满足再融资需求。

通胀和美国利率见顶及有限的债券供应将支撑亚洲债券市场的技术面。亚洲投资级别债券的孳息率约为5%，主要反映美国国债孳息率的表现，这应有助于减轻信贷息差扩大的影响。基于短期亚洲投资级债券的整体孳息率较具吸引力及拥有较稳定的总回报，相关债券仍然是较理想的投资对象。与此同时，由于中国经济数据放缓，亚洲及中国高收益债券的孳息率于第二季度急升，相对于其他地区的同类型债券，前者的估值相对吸引(图一)。对于占亚洲高收益债券市场约10%的中国房地产市场，由于土地销售低迷及信心不振，我们认为该市场仍需一段时间才能展开复苏，但我们预计2024年将逐渐出现一些改善的迹象。对于中国非房地产行业，我们相信部分发行方将受惠于消费需求反弹。

图一：中国经济增速放慢，亚洲高收益债券孳息率呈上升趋势



资料来源：摩根大通亚洲信贷指数，彭博指数；截至2023年6月

总体而言，基于中国经济增长的不稳定性与信用质素出现分化，自下而上的投资策略及行业多元化仍然至关重要。我们继续对中国基本面的复苏速度持谨慎态度，并继续多元化我们的投资组合，投资在印度、印尼、香港及澳门市场。鉴于通胀及就业数据保持强劲，预期联储局仍会维持鹰派立场，因此我们更倾向采取配置短存续期的债券。然而，随着美国利率见顶，我们认为中期仍有逐渐增加存续期的空间。就总回报而言，截至6月中旬止第二季，摩根大通亚洲信贷投资级债券指数(JP Morgan Asia Credit Index Investment Grade) (「亚洲投资级指数」)及摩根大通亚洲信贷高收益债券指数(JP Morgan Asia Credit Index High Yield) (「亚洲高收益指数」)分别上升3.5%及2.2%。

行业观点

中国在岸

自3月以来，10年期中国国债孳息率下滑30个基点至2.6% (截至6月中旬止今年以来下跌18个基点)，主要由于中国经济增长势头放缓。与此同时，今年以来地方政府的土地拍卖收入按年减少25%，表明财政压力正持续升温。截至2022年12月，地方政府融资平台(LGFV)债务占中国银行总资产约13%。然而，我们认为地方债务不会对银行构成系统性风险，因为中央政府或提供更多支持，尽管不能排除对部分债务进行重组的可能性，但银行业的不良贷款风险将会在未来几年分散。此外，房地产及消费活动也陷入低迷。因此，我们预计中国国债孳息率将趋于稳定，并维持在当前水平。孳息率或会在第四季度上升，但这也取决于对政策的反应与可持续需求的复苏。

6月份存款利率及政策利率下调表明政府对经济放缓及通缩压力感到担忧，进一步的宽松政策可能会导致人民币走弱。今年上半年，由于联储局的鹰派立场，5年期中国国债孳息率(68至166个基点的差距)或10年期中国国债孳息率(44至118个基点的差距)于大部分时间均低于美国国债孳息率。取决于目前中国的政策立场，进

一步的减息可能会导致10年期中国国债孳息率下试至2020年的低点2.4%，或会进一步扩大与美国之间的孳息率差距。

亚洲投资级债券

亚洲投资级指数的信贷息差大致保持稳定(截至6月中旬止今年以来下跌5个基点至174个基点)。基于宏观风险，我们认为信贷息差在下半年将处于横行或略微上升的趋势。尽管如此，亚洲投资级债券应具备防守性，特别是短期债券，其整体孳息具有吸引力。期内，亚洲投资级指数取得3.5%的总回报。美国国债孳息率陷入整固将会是2023年及以后驱动亚洲投资级别债券表现的主要因素，主要是我们认为信贷息差将保持稳定。

我们认为亚洲大多数央行将致力避免采取「过度紧缩」的政策控制通胀，另外更高的美元融资成本对亚洲投资级债券发行方所产生的影响相当有限。相关公司可以从国内市场取得替代融资，该市场的债券孳息率正持续下滑。再者，较低的堕落天使风险及有限的债券供应，应有利亚洲投资级债券在2023年保持稳健。

整体而言，美国陷入衰退的可能性上升及通胀放缓的趋势之背景下，应更利好投资级债券的表现，以及有利投资者部署长存续期的债券。然而，与美国投资级指数比较，亚洲投资级指数的信贷息差仅1.2倍，处于狭窄徘徊的水平，因此我们对后者持中性看法。然而，美国息差具有潜在的扩阔空间、中美贸易紧张局势持续，以及中国加强对科技、媒体和电信行业的监管，将会为亚洲投资级别债券的信贷息差带来上升压力。

中国房地产

基于房屋销售低迷及需求疲弱，截至6月中旬，中国房地产高收益债券录得负回报。该行业在第一季度出现部分改善迹象，惟市场信心普遍疲弱，4月份出现倒退。因此投资者对政府出台更多宽松政策抱有更高的期望，包括放宽一线城市的购房限制及调低首期比例等。在我们看来，政府应会继续支持行业发展，但不会推出大规模

的刺激措施。房屋供应及社会稳定仍然是政府的首要任务，鉴于预期收入增长及就业保障是可持续令销售复苏的优先条件，我们认为扩大需求将更为迫切。

今年首5个月，全国房地产销售额按年增长12%，达到4.5万亿元人民币，但国有企业及民营企业开发商之间的两极化趋势仍然存在，后者按年下跌24%。考虑到资金紧张、供应减少及需求低迷，我们对民营企业的销售能否触底反弹持谨慎态度。在同一时期，由于土地收购受限、销售率下降，以及更多资源用于项目竣工（按年上升20%），新开工项目持续下滑，期内按年下降23%。对于今年下半年，我们预计民营企业将继续专注于债务偿还，买地支出维持低迷，其业务规模及资产负债表将会出现收缩。相反，由于国有企业继续获得资金及强大的融资支援，预计将获得更多的市场份额。

我们认为部分民营开发商经历了一轮去产能和去杠杆化后应该能够度过低潮期。此外，民企将成为潜在需求复苏的主要受益者，仍然是我们的首选。然而，我们对中国房地产领域持谨慎态度，并需要继续探索房地产销售及开发商的融资能力能否呈现进一步复苏的有力证据。

澳门博彩业

2023年首五个月，澳门博彩债券提供了稳定的回报，升幅达到3.8%。博彩企业受惠于中国的重新开放，致博彩毛收入(GGR)取得强劲复苏。第一季度整体GGR录得350亿澳门元，为2019年同期水平的45%，至5月底更进一步提高至52%。特别是首季中场博彩收入强劲复苏，达到了2019年同期水平的70%，超出大多数预期，并在5月底进一步提高至85%。这些因素将支撑博彩企业的信用状况，包括EBITDA增长(因为其大部分营业费用是固定支出)及带来现金流，从而支持去杠杆化，并在中期改善其信用前景。

进入下半年，基于酒店供应增加及季节性改善，即使我们预计访澳旅客人数及GGR将出现放缓，但仍维持复苏趋势。此外，中国国家移民管理局于五月份宣布将进一步优化出入境管理政策，这一举措应有助团体旅游复苏，与大陆的个人游计划相比(允许中国居民前往香港和澳门)，团体旅游的增长步伐相对较慢。

我们认为，尽管当前市场估值已经反映了基本面的复苏，但该行业仍具备良好的投资收益和分散投资的特点。与此同时，中国整体高收益债券的供应较低，也支援该行业的技术面。

印度和印尼企业

与美国高收益债券相比，印度企业的债券估值偏高。印度可再生能源企业获强大的政策支援，加上应收款项天数减少，以及国内融资渠道不断改善，相关行业的基本面将保持稳定，所发行的债券可视为投资组合一项较大的配置，并令组合更多元化。然而，考虑到美国经济衰退风险和持续的利率波动，相关债券或面临信贷息差扩大的风险。我们认为，若信贷息差扩大，该领域将涌现投资机会。

印尼债券的再融资风险有限，其表现大致保持稳定，具备分散投资的优势。印尼财政实现盈余及通胀处于受控水平，反映经济持续改善。印尼央行持续加强汇率稳定，从而避免印尼盾产生剧烈波动。当地的房地产开发商将受惠于2023年下半年集中推出的项目，以及较低的抵押贷款利率。此外，大宗商品企业受惠于成本低及有限的再融资风险，具备一定的防守性。我们密切关注中国需求疲软对商品价格的影响，但考虑到中国经济长远保持稳健，我们预计该因素将支持今年印尼高收益债券的表现。

除另外说明，本文所有数据均取自彭博。

本文提供之意见纯属惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之意见，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，亦不可视作倚赖之依据。所有资料是搜集自被认为是可靠的资料来源，但惠理不保证资料的准确性。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。

投资涉及风险，基金单位价格可升亦可跌，基金过往业绩并不表示将来的回报。投资者应参阅有关基金之解释备忘录，以了解基金详情及风险因素，投资者应特别注意投资新兴市场涉及之风险。在决定认购基金之前，您或应征询财务顾问之意见。如果您选择不征询财务顾问之意见，则应考虑该基金产品对您是否适合。证监会认可不等如对该计划作出推介或认许，亦不是对该计划的商业利弊或表现作出保证，更不代表该计划适合所有投资者，或认许该计划适合任何个别投资者或任何类别的投资者。本文件并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。刊发人：惠理基金管理香港有限公司。

香港总部：惠理集团有限公司
香港中环皇后大道中99号中环中心43楼
电话：+852 2880 9263
传真：(852) 2564 8487
电邮：vpl@vp.com.hk

新加坡办事处：
Value Partners Asset Management Singapore Pte. Ltd.
9 Raffles Place, #13-04, Republic Plaza, Singapore 048619
电话：+65 6718 0380
电邮：vpams@valuepartners.com.sg

马来西亚办事处：
Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd
Level 28, Integra Tower The Intermark, 348 Jalan Tun Razak,
50400 Kuala Lumpur, Malaysia
电话：+60 3 2775 7688
电邮：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

上海办事处：
惠理海外投资基金管理(上海)有限公司
中国上海市浦东新区花园石桥路33号花旗集团大厦701室
邮编：200120
电话：+86 21 3818 6888
传真：+86 21 6841 0030

惠理投资管理(上海)有限公司
中国上海市浦东新区花园石桥路33号花旗集团大厦702室
邮编：200120
电话：+86 21 3818 6888
传真：+86 21 6841 0030

伦敦办事处：
Value Partners (UK) Limited
City Tower, 40 Basinghall Street, London EC2V 5DE,
United Kingdom
电话：+44 20 3907 3870
电邮：vpuk-sales@valuepartners-group.com



立即下载惠理
手机应用程序
掌握最新基金资讯
和市场动态！

关注我们



惠理集团

www.valuepartners-group.com