

2023年第一季度 固定收益季度投资展望

报告摘要：宏观不利因素仍然存在

美国：黏性通胀及增长势头放缓

强劲的美国就业和PMI数据令市场意外上行，10年期美国国债孳息率较2月初上涨50个基点（年初至今上涨7个基点）。这导致市场重新评估联储局最终利率水平及政策路径。尽管经济数据好坏参半，美国软着陆或衰退的情况仍难以确定，但今年下半年增长放缓已不可避免，尤其是在2022年大幅收紧货币政策之后。

通胀仍未摆脱上升趋势，明显与2%的目标背道而驰，可能会促使联储局维持其紧缩基调，巩固市场对联邦基金利率持续上升的看法，最终利率将轻微走高。联邦基金利率期货目前暗示，第二季及第三季最多加息70-75个基点，峰值约为5.3%。由于通胀居高不下（尽管正在减弱），劳动市场保持稳健，我们仍然认为联储局在2023年不会选择过早放松政策。

中国：重新开放为正常化铺路；政策转变所带来的影响才是关键

多个高频数据显示，在解除新冠肺炎隔离措施后，中国的经济活动大幅扩张。农历新年期间的经济活动及整体消费复苏将部分推动今年第一季的国内生产总值增长。受消费、服务业进一步复苏、房地产销售降幅小幅收窄，以及低基数效应影响，第二季的按年增速或更为显著。正如去年年底中央经济工作会议所强调的，宏观政策将支持基础设施投资，但我们注意到，由于卖地量下降，地方各级政府的财政健康状况受到影响，这一步伐可能放慢。在全球经济放缓的情况下，可能会削弱出口增长。

由于新一届政府强调稳定和促进增长，我们预计2023年将继续实施刺激政策。政府可能会在2023年3月5日至13日的全国人民代表大会年度会议之后出台若干刺激措施。货币政策将保持宽松，以维持流动性环境合理充裕。中国整体积极的增长背景将稳定市场情绪。

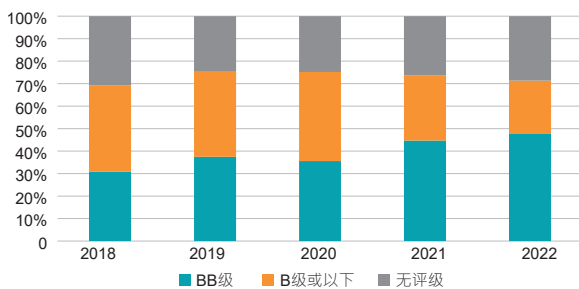
由于重新开放的主题已大致反映在价格上，我们认为市场将注意力逐渐转移到更多复苏迹象上，尤其是3月和4月的宏观经济趋势。我们关注政策执行和房地产销售复苏的步伐，因为这对基本面的好转至关重要。

信贷策略

亚洲美元债券因中国重新开放及房地产行业的政策转向而反弹。随着疫情威胁消退，亚洲整体经济复苏将维持不变。中国重新开放将加速国内消费回暖及释放被抑制的需求，连同财政和货币政策的整体支持性基调，将有助于推动国内生产总值增长达到**5.5%**左右的更正常水平。中国经济的逐步回升也将抵消美国潜在软着陆的影响。

由于违约和堕落天使风险低，亚洲及中国投资级债券的基本面仍然稳固。在信贷及房地产周期调整后，亚洲高收益债发行人的信贷素质也将趋于稳定。此外，与前几年比较，亚洲高收益债市场的信贷素质相对更好，更多债券处于**BB级**（现时占亚洲高收益债券指数的**44%**，而2018-21年为**30-42%**，图1）。

图1：亚洲高收益指数中BB级债券比例呈稳步上升趋势
摩根大通亚洲信贷指数高收益债券评级分布



资料来源：摩根大通亚洲信贷指数，基于面值；无评级债券中的**3.3%**包括碧桂园所发行的债券，该批债券在发行上并没有信贷评级。

尽管年初至今孳息率收窄，但我们认为亚洲及中国高收益债券的绝对孳息率水平相较于其他地区仍具有吸引力，并对不利情况提供一定缓冲（图2）。由于估值偏高，我们有选择地减少了一些持仓，并对基本面好转的速度持更为谨慎的看法。通胀见顶、美元走弱以及有限的美元债发行将会支持债券技术指标。

从孳息率角度来看，亚洲投资级指数孳息率水平从去年11月**6.5%**的高点回落至约**5.4%**，其中**70%**来自于美国国债孳息率。这将有助于缓解对信贷息差扩大的任何影响。短期投资级债券的整体孳息率仍处于具吸引力的理想区间，并提供可观的总回报。

到**2023**年底及**2024**年发展商的资金压力缓解及土地收购恢复时，中国实体房地产市场可能出现更明显的改善。去年11月出台的多轮支持房地产行业复工及遏制风险的措施是令人振奋的迹象，从长远来看将稳定中国发行人的信贷素质。

尽管如此，我们看到宏观方面面临挑战，包括利率及通胀预期变化带来的波动加剧期、美国软着陆及衰退风险，或中国经济增长复苏不稳定。因此，我们保持存续期不变，并维持分散投资于印度、印尼及澳门的策略。在信贷选择过程中，我们关注再融资风险可控的发行人。在美国经济放缓的情况下，信贷息差可能扩大。然而，可能会出现价值或相对价值投资机会。

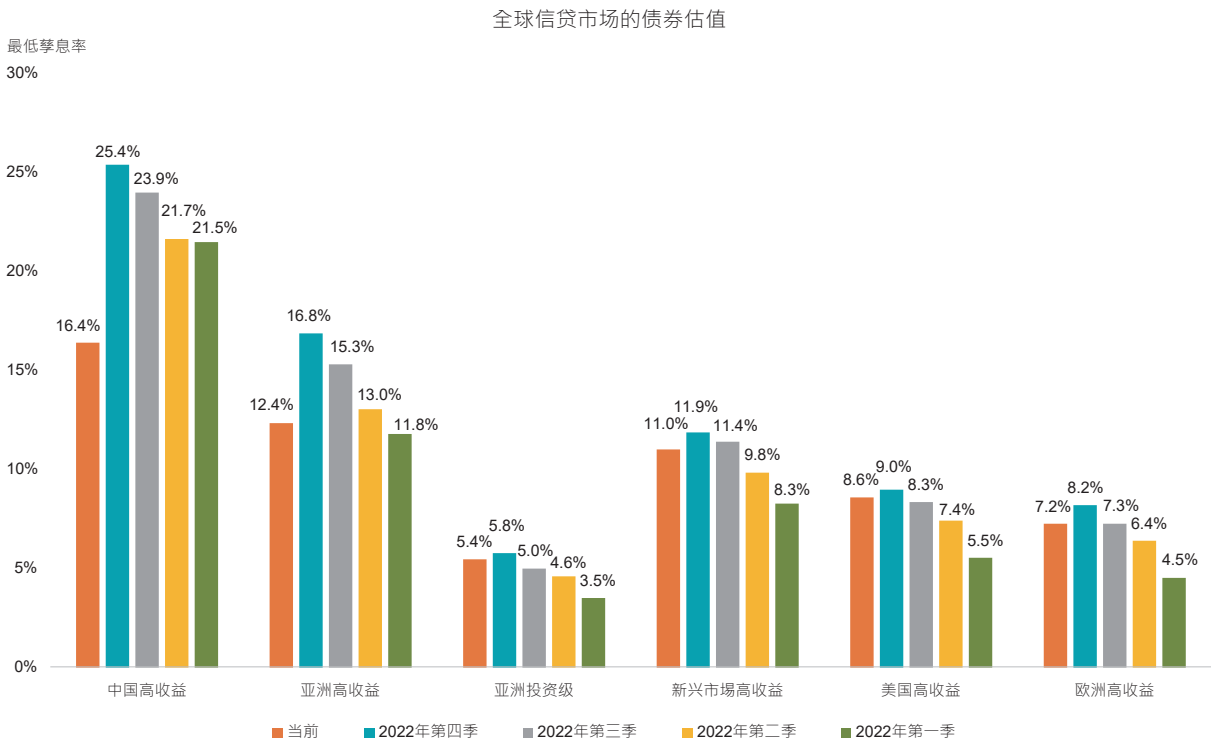
未来数季，我们相信市场还将继续关注一些特殊事件，包括印度Adani Group事件余波及一些个别中国房地产发展商的债务偿还风险。尽管如此，我们认为这些事件不会带来重大蔓延风险。我们还关注部分中国发展商，他们在即将偿付的债券方面仍然处于分化局面。但我们已将其中大部分风险考虑在内。

亚洲债券表现

去年第四季，亚洲高收益债券因中国政策转向而表现出色，其中包括「20条」与新冠肺炎相关的重新开放措施及「10条」对房地产

行业的支持性融资政策。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」) 的信贷息差收窄284个基点至994个基点，主要受11月份中国债券影响，而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」) 的信贷息差基本持平，约为190基点。就总回报而言，在第四季，亚洲投资级指数为1.9%，而亚洲高收益指数实现11.3%的显著反弹。鉴于美国利率的大幅波动及中国房地产的低迷，2022年总回报分别为-10%及-15.1%。

图2：亚洲及中国高收益债券孳息率较其他地区更具吸引力



资料来源：摩根大通亚洲信贷指数·彭博指数；截至2023年2月

行业观点

中国在岸

2022年中国10年期国债孳息率在30个基点区间窄幅震荡，在12月初重新开放的消息传出后达到2022年的最高峰2.95%，第四季平均为2.8%。随着商业活动开始逐步复常，经济复苏势头增强，我们认为孳息率有更大的上升空间，或提前在2023年上半年达到3%（因上海封锁措施导致基数低，2023年第二季对国内生产总值的按年影响更为显著）。尽管如此，我们预计孳息率可能会出现波动，具体取决于经济复苏的速度。今年下半年经济增长步伐可能开始减速，导致同期国债孳息率有所放缓。

我们认为，鉴于多数央行至少在2023年上半年之前会维持紧缩政策，以及考虑到人民币的贬值压力，中国人民银行可能会对下调政策利率持谨慎态度。经济的逐步回升也会减少降息的必要性。

在去年下半年大部分时间内，由于联储局的鹰派立场，中国10年期国债孳息率低于美国国债孳息率。中国国债与美国国债的孳息率差距自2022年初的115个基点缩小至年底的100个基点。鉴于我们基本认为美国经济增长前景疲弱，令美国国债孳息率有所回落，以及中国国债孳息率如上文所述可能上升，我们认为孳息率差距有望进一步缩小。

亚洲投资级

2022年亚洲投资级指数信贷息差扩大50-60个基点，但受重新开放的消息影响，自11月最高位收窄50个基点。鉴于年初至今的走势（-20个基点），我们认为今年上半年由于宏观形势弱于预期，息差将保持持平或略有扩大。短期投资级债券的整体孳息率仍处于具吸引力的理想区间。亚洲投资级指数第四季总回报为1.9%。2023年表现的主要驱动因素将主要来自美国国债孳息率的调整。

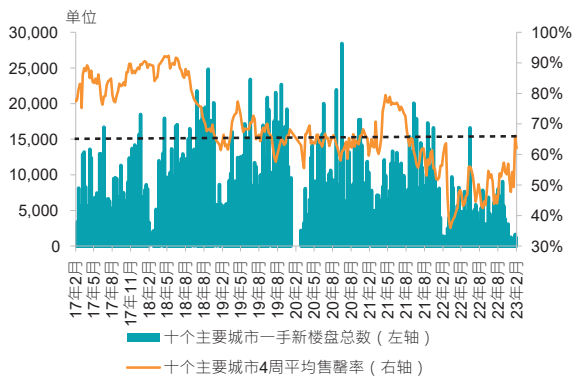
亚洲通胀风险可控，多数央行或将致力避免「过度紧缩」。由于亚洲本地市场能以更可控的方式调高利率，亚洲投资级企业债的发行人可以在本地市场发债，最终的融资成本应对亚洲投资级企业债产生可控的影响。再者，较低的堕落天使风险及有限的债券供应，或预示着2023年该领域将保持稳健。中国国有企业及中国科技、媒体及通讯企业的信贷状况将保持强劲，但债券估值或信贷息差似乎略微偏高。尽管如此，鉴于国有企业的战略意义及政策职能，它们更有条件享受持续的融资渠道及低融资成本。

亚洲投资级指数对美国的信贷息差为1.39倍，低于12月的最高值1.55倍。息差收窄后我们转为中立态度。美国经济衰退的风险（美国投资级息差可能扩大50-70个基点）、对中美贸易紧张局势升级的再度担忧以及中国收紧监管仍将是该领域面临的主要压力。

中国房地产

去年第四季，亚洲房地产行业的回报率为**28.7%**，这得益于中国政策的重大转变，推动中国房地产债券取得优异表现。在11月的政策转变之后，中国房地产行业显示出一些早期改善迹象，包括较高的售罄率（图3）及售楼处客流量。房地产行业曾受到2018年出台的「三条红线」中收紧发展商融资的政策以及因封锁措施而导致的房产销售低迷影响。中国人民银行及银保监会于11月公布「10项」融资措施，为以市场化方式促进发展商融资方面确定了监管基调。其他融资措施包括中债信用增进公司或中国银行间市场交易商协会支持的债券融资计划，该计划一般要求发展商提供抵押品。中央经济工作会议亦强调该行业的稳定性，住房和城乡建设部（住建部）则推出更多措施，如降低首次置业人士的首付比例及按揭贷款利率。

图3：年初至今房地产售罄率呈上升趋势

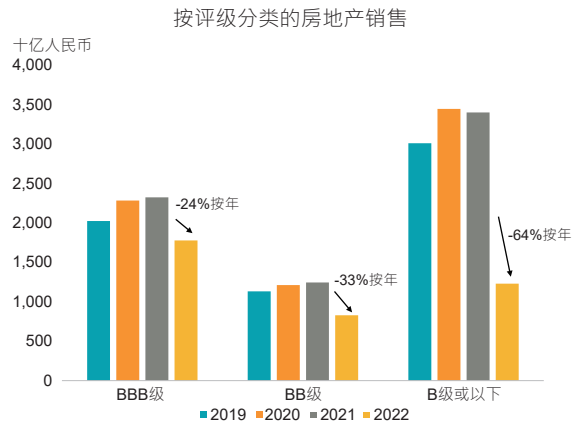


资料来源：4个一线城市：北京、上海、深圳、广州；6个二线城市：成都、重庆、杭州、南京、天津、武汉，花旗股票研究部

该行业的复苏轨迹将取决于这些措施的成效以及放宽新冠肺炎限制后的复苏步伐。我们认为，政府仍然迫切需要进一步放宽政策，以重振买家信心，并在更广泛的范围内恢复发展商的融资渠道。

2022年，全国房地产销售额按年下降**27%**，至**13.3万亿元人民币**（另请参阅图4中按评级类别划分的销售额），主要原因是需求疲弱导致楼面销售面积放缓（按年-24%），其次是平均售价下跌（按年-3%）。这一趋势普遍反映房地产销售回落，2023年新增供应量将减少。尽管如此，考虑到较低的基数效应及各项扶持政策的影响，2023年销售的按年降幅将逐渐收窄。由于土地收购受限，新开工量将进一步下降，我们预计，民营企业整体业务规模将进一步萎缩（2022年占全国房地产销售额的**32%**，而2019-20年为**39-40%**），而继续获得资金及政府大力支持的国有企业将占据更多市场份额。

图4：房地产销售放缓出现分化



资料来源：来自36间中国发展商的公司数据

鉴于目前的政策导向，我们认为经过几轮去产能及去杠杆后，部分民营发展商将能够度过低迷期。我们需要看到融资措施被证明能够有效且及时帮助发展商应对即将到期的债券（包括在岸和离岸）。同时，需求侧的支持措施及更好的宏观预期将提振房地产销售，但这需要时间。尽管如此，我们认为，部分民营发展商仍将是未来政策放宽的主要受益者，并且仍是我们的首选。由于销售复苏仍具有挑战性，财务灵活性仍然不足，部分被边缘化的企业仍将面临债务交换的风险。

澳门博彩业

受六间现有营运商成功续签10年博彩业牌照以及中国重新开放的消息影响，第四季澳门博彩债券回报率达**20.5%**。六间营运商包括美高梅中国、银河娱乐、金沙中国、新濠博亚、永利澳门及澳博。正如上一季展望中所述，竞标结果符合我们的基本预期。中国还在**11月**宣布「**20条措施**」和「**新10条措施**」，大幅放宽国内防疫政策。中国的迅速转变远超市场对经济压力上升的预期。因此，受盈利迅速恢复的预期影响，市场情绪得到提振，尤其是澳门博彩债券。此外，在放宽边境管控方面，澳门于**2023年1月初**取消了大部分旅行限制。

1月份博彩业月总收入为**116亿**澳门元（按年**+83%**），鉴于农历新年的影响，这远超市场预期。我们密切关注**3月**和**5月**的情况，这将加强更可持续的复苏趋势。**2022年**澳门博彩业总收入为**422亿**澳门元，为**2019年**新冠肺炎疫情前水平的**14%**。展望未来，在今年**2月**起恢复中国跟团旅游以及取消中港两地旅客核酸检测的背景下，我们预计澳门游客及博彩业总收入将会恢复。

我们认为，当前的市场估值相对较高，基本面复苏已反映在价格中。我们对该行业进行了适度减持，并在寻找潜在而有限的新债发行机会。该领域将受到重新开放的复苏路径、中国相关高收益债券整体供应不足以及分散投资的支持。

印度高收益

印度债券是亚洲高收益指数中的第二大板块，仅次于中国内地和香港的总和。我们对其进行减持，原因是相对于美国高收益债券而言，其估值并不具有吸引力，并且面临信贷息差扩大及利率波动加剧的风险。**Adani**事件的余波可能对该领域的近期情绪产生一些影响，但我们认为这些影响的蔓延风险有限。主要大型可再生能源公司的信贷素质得到其庞大而多元化的投资组合、强大的保荐人及持续的在岸融资渠道支撑。政府对可再生能源投资及发展的支持立场将为该行业带来持续的有利因素。我们密切关注债务融资急剧增长及应收账款延迟等风险。

就**Adani**而言，沽空报告中强调的多数问题早已被评级机构及第三方保荐人/投资者社群明确指出及监察。此外，多数**Adani**债券都设有若干保护条款，如现金流量偿付顺序、现金分配限制及担保债务限制，以避免债券持有人的从属风险。我们感到欣慰的是：**1**) 债券结构提供了一些下行保护；**2**) 可再生能源和港口等多数基础资产质素优良；及**3**) 外部股东/保荐人及大型审计师的参与将对公司管治进行监督。因此，我们更看好一些接近资产及投资级别的债券，因为我们认为该组合提供投资机会。

除另外说明，本文所有数据均取自彭博

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，亦不可视作倚赖之依据。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。刊发人：惠理基金管理香港有限公司。

关注我们



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 2143 0688
传真：(852) 2564 8487
电邮：investservices@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

16 Berkeley Street,
London W1J 8DZ,
United Kingdom

电话：+44 20 3907 3870
电邮：vpuk-sales@valuepartners-group.com