

# 2023年第一季 固定收益季度投資展望

## 報告摘要：宏觀不利因素仍然存在

### 美國：黏性通脹及增長勢頭放緩

強勁的美國就業和PMI數據令市場意外上行，10年期美國國債孳息率較2月初上漲50個基點（年初至今上漲7個基點）。這導致市場重新評估聯儲局最終利率水平及政策路徑。儘管經濟數據好壞參半，美國軟著陸或衰退的情況仍難以確定，但今年下半年增長放緩已不可避免，尤其是在2022年大幅收緊貨幣政策之後。

通脹仍未擺脫上升趨勢，明顯與2%的目標背道而馳，可能會促使聯儲局維持其緊縮基調，鞏固市場對聯邦基金利率持續上升的看法，最終利率將輕微走高。聯邦基金利率期貨目前暗示，第二季及第三季最多加息70-75個基點，峰值約為5.3%。由於通脹居高不下（儘管正在減弱），勞動市場保持穩健，我們仍然認為聯儲局在2023年不會選擇過早放鬆政策。

### 中國：重新開放為正常化鋪路；政策轉變所帶來的影響才是關鍵

多個高頻數據顯示，在解除新冠肺炎隔離措施後，中國的經濟活動大幅擴張。農曆新年期間的經濟活動及整體消費復甦將部分推動今年第一季的國內生產總值增長。受消費、服務業進一步復甦、房地產銷售降幅小幅收窄，以及低基數效應影響，第二季的按年增速或更為顯著。正如去年年底中央經濟工作會議所強調的，宏觀政策將支持基礎設施投資，但我們注意到，由於賣地量下降，地方各級政府的財政健康狀況受到影響，這一步伐可能放慢。在全球經濟放緩的情況下，可能會削弱出口增長。

由於新一屆政府強調穩定和促進增長，我們預計2023年將繼續實施刺激政策。政府可能會在2023年3月5日至13日的全國人民代表大會年度會議之後出台若干刺激措施。貨幣政策將保持寬鬆，以維持流動性環境合理充裕。中國整體積極的增長背景將穩定市場情緒。

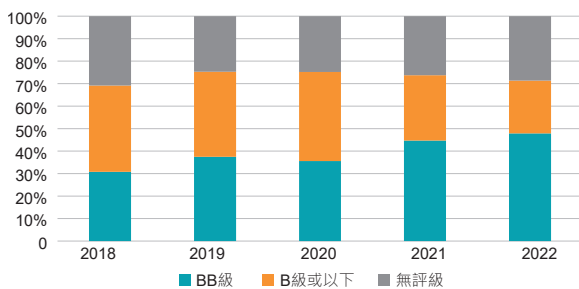
由於重新開放的主題已大致反映在價格上，我們認為市場將注意力逐漸轉移到更多復甦跡象上，尤其是3月和4月的宏觀經濟趨勢。我們關注政策執行和房地產銷售復甦的步伐，因為這對基本面的好轉至關重要。

## 信貸策略

亞洲美元債券因中國重新開放及房地產行業的政策轉向而反彈。隨著疫情威脅消退，亞洲整體經濟復甦將維持不變。中國重新開放將加速國內消費回暖及釋放被抑制的需求，連同財政和貨幣政策的整體支持性基調，將有助於推動國內生產總值增長達到**5.5%**左右的更正常水平。中國經濟的逐步回升也將抵銷美國潛在軟著陸的影響。

由於違約和墮落天使風險低，亞洲及中國投資級債券的基本面仍然穩固。在信貸及房地產週期調整後，亞洲高收益債發行人的信貸質素也將趨於穩定。此外，與前幾年比較，亞洲高收益債市場的信貸質素相對更好，更多債券處於**BB級**（現時佔亞洲高收益債券指數的**44%**，而2018-21年為**30-42%**，圖1）。

**圖1：亞洲高收益指數中BB級債券比例呈穩步上升趨勢**  
摩根大通亞洲信貸指數高收益債券評級分佈



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數，基於面值；無評級債券中的**3.3%**包括碧桂園所發行的債券，該批債券在發行上並沒有信貸評級。

儘管年初至今孳息率收窄，但我們認為亞洲及中國高收益債券的絕對孳息率水平相較其他地區仍具有吸引力，並對不利情況提供一定緩衝（圖2）。由於估值偏高，我們有選擇地減少了一些持倉，並對基本面好轉的速度持更為謹慎的看法。通脹見頂、美元走弱以及有限的美元債發行將會支持債券技術指標。

從孳息率角度來看，亞洲投資級指數孳息率水平從去年11月**6.5%**的高點回落至約**5.4%**，其中**70%**來自於美國國債孳息率。這將有助於緩解對信貸息差擴大的任何影響。短期投資級債券的整體孳息率仍處於具吸引力的理想區間，並提供可觀的總回報。

到2023年底及2024年發展商的資金壓力緩解及土地收購恢復時，中國實體房地產市場可能出現更明顯的改善。去年11月出台的多輪支持房地產行業復工及遏制風險的措施是令人振奮的跡象，從長遠來看將穩定中國發行人的信貸質素。

儘管如此，我們看到宏觀方面面臨挑戰，包括利率及通脹預期變化帶來的波動加劇期、美國軟著陸及衰退風險，或中國經濟增長復甦不穩定。因此，我們保持存續期不變，並維持分散投資於印度、印尼及澳門的策略。在信貸選擇過程中，我們關注再融資風險可控的發行人。在美國經濟放緩的情況下，信貸息差可能擴大。然而，可能會出現價值或相對價值投資機會。

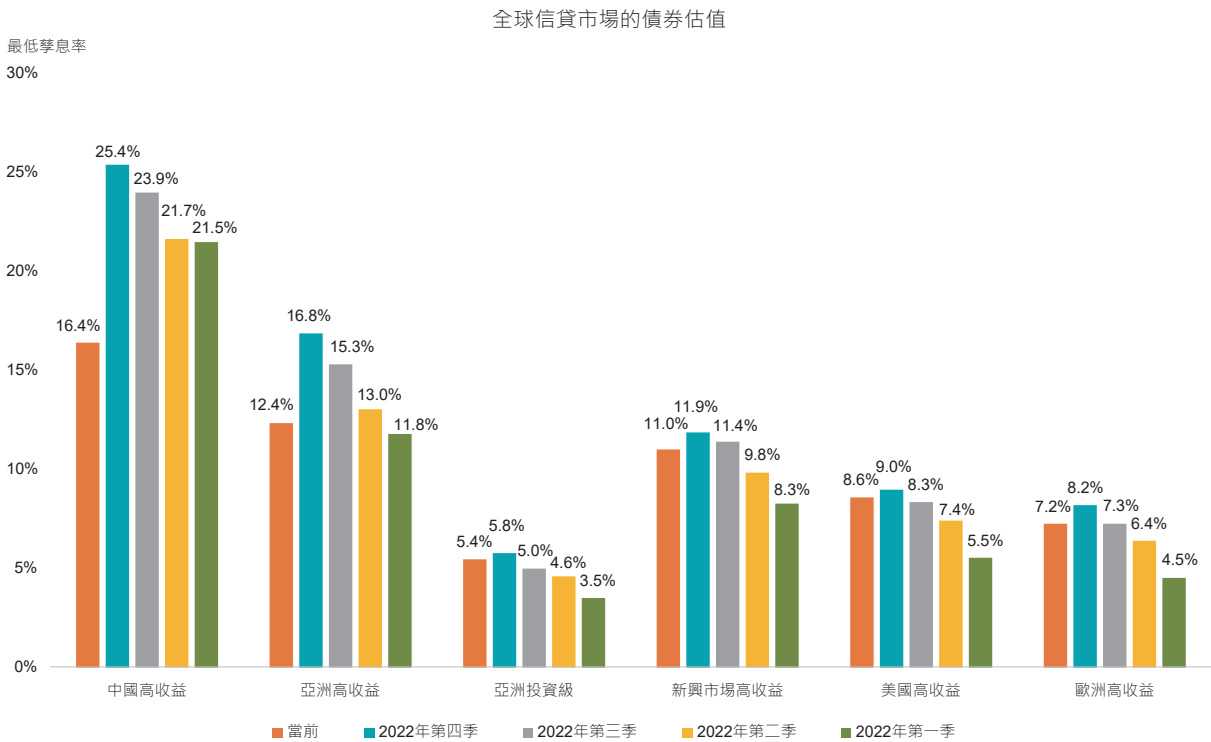
未來數季，我們相信市場還將繼續關注一些特殊事件，包括印度Adani Group事件餘波及一些個別中國房地產發展商的債務償還風險。儘管如此，我們認為這些事件不會帶來重大蔓延風險。我們還關注部分中國發展商，他們在即將償付的債券方面仍然處於分化局面。但我們已將其中大部分風險考慮在內。

### 亞洲債券表現

去年第四季，亞洲高收益債券因中國政策轉向而表現出色，其中包括「20條」與新冠肺炎相關的重新開放措施及「10條」對房地產

行業的支持性融資政策。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」) 的信貸息差收窄284個基點至994個基點，主要受11月份中國債券影響，而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」) 的信貸息差基本持平，約為190基點。就總回報而言，在第四季，亞洲投資級指數為1.9%，而亞洲高收益指數實現11.3%的顯著反彈。鑒於美國利率的大幅波動及中國房地產的低迷，2022年總回報分別為-10%及-15.1%。

圖2：亞洲及中國高收益債券孳息率較其他地區更具吸引力



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數·彭博指數；截至2023年2月

## 行業觀點

### 中國在岸

2022年中國10年期國債孳息率在30個基點區間窄幅震盪，在12月初重新開放的消息傳出後達到2022年的最高峰2.95%，第四季平均為2.8%。隨著商業活動開始逐步復常，經濟復甦勢頭增強，我們認為孳息率有更大的上升空間，或提前在2023年上半年達到3%（因上海封鎖措施導致基數低，2023年第二季對國內生產總值的按年影響更為顯著）。儘管如此，我們預計孳息率可能會出現波動，具體取決於經濟復甦的速度。今年下半年經濟增長步伐可能開始減速，導致同期國債孳息率有所放緩。

我們認為，鑒於多數央行至少在2023年上半年之前會維持緊縮政策，以及考慮到人民幣的貶值壓力，中國人民銀行可能會對下調政策利率持謹慎態度。經濟的逐步回升也會減少降息的必要性。

在去年下半年大部分時間內，由於聯儲局的鷹派立場，中國10年期國債孳息率低於美國國債孳息率。中國國債與美國國債的孳息率差距自2022年初的115個基點縮小至年底的100個基點。鑒於我們基本認為美國經濟增長前景疲弱，令美國國債孳息率有所回落，以及中國國債孳息率如上文所述可能上升，我們認為孳息率差距有望進一步縮小。

### 亞洲投資級

2022年亞洲投資級指數信貸息差擴大50-60個基點，但受重新開放的消息影響，自11月最高位收窄50個基點。鑒於年初至今的走勢（-20個基點），我們認為今年上半年由於宏觀形勢弱於預期，息差將保持持平或略有擴大。短期投資級債券的整體孳息率仍處於具吸引力的理想區間。亞洲投資級指數第四季總回報為1.9%。2023年表現的主要驅動因素將主要來自美國國債孳息率的調整。

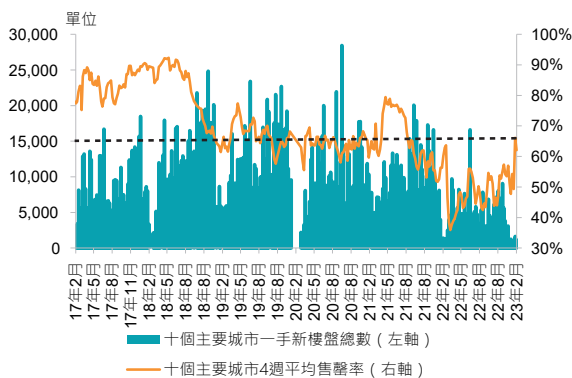
亞洲通脹風險可控，多數央行或將致力避免「過度緊縮」。由於亞洲本地市場能以更可控的方式調高利率，亞洲投資級企業債的發行人可以在本地市場發債，最終的融資成本應對亞洲投資級企業債產生可控的影響。再者，較低的墮落天使風險及有限的債券供應，或預示著2023年該領域將保持穩健。中國國有企業及中國科技、媒體及通訊企業的信貸狀況將保持強勁，但債券估值或信貸息差似乎略微偏高。儘管如此，鑒於國有企業的戰略意義及政策職能，它們更有條件享受持續的融資渠道及低融資成本。

亞洲投資級指數對美國的信貸息差為1.39倍，低於12月的最高值1.55倍。息差收窄後我們轉為中立態度。美國經濟衰退的風險（美國投資級息差可能擴大50-70個基點）、對中美貿易緊張局勢升級的再度擔憂以及中國收緊監管仍將是該領域面臨的主要壓力。

## 中國房地產

去年第四季，亞洲房地產行業的回報率為**28.7%**，這得益於中國政策的重大轉變，推動中國房地產債券取得優異表現。在11月的政策轉變之後，中國房地產行業顯示出一些早期改善跡象，包括較高的售罄率（圖3）及售樓處客流量。房地產行業曾受到2018年出台的「三條紅線」中收緊發展商融資的政策以及因封鎖措施而導致的房產銷售低迷影響。中國人民銀行及銀保監會於11月公佈「10項」融資措施，為以市場化方式促進發展商融資方面確定了監管基調。其他融資措施包括中債信用增進公司或中國銀行間市場交易商協會支持的債券融資計劃，該計劃一般要求發展商提供抵押品。中央經濟工作會議亦強調該行業的穩定性，住房和城鄉建設部（住建部）則推出更多措施，如降低首次置業人士的首付比例及按揭貸款利率。

圖3：年初至今房地產售罄率呈上升趨勢

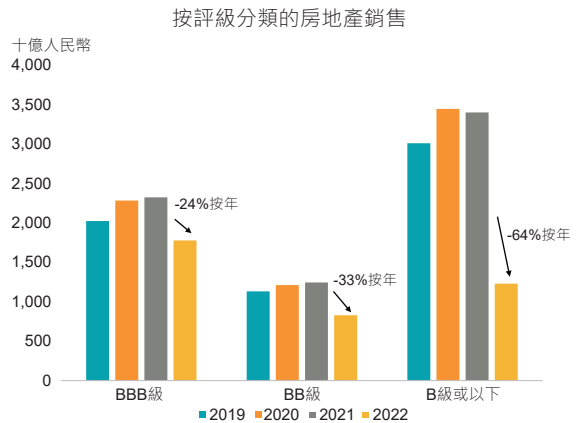


資料來源：4個一線城市：北京、上海、深圳、廣州；6個二線城市：成都、重慶、杭州、南京、天津、武漢，花旗股票研究部

該行業的復甦軌跡將取決於這些措施的成效以及放寬新冠肺炎限制後的復甦步伐。我們認為，政府仍然迫切需要進一步放寬政策，以重振買家信心，並在更廣泛的範圍內恢復發展商的融資渠道。

2022年，全國房地產銷售額按年下降**27%**，至**13.3萬億元人民幣**（另請參閱圖4中按評級類別劃分的銷售額），主要原因是需求疲弱導致樓面銷售面積放緩（按年**-24%**），其次是平均售價下跌（按年**-3%**）。這一趨勢普遍反映房地產銷售回落，**2023年**新增供應量將減少。儘管如此，考慮到較低的基數效應及各項扶持政策的影響，**2023年**銷售的按年降幅將逐漸收窄。由於土地收購受限，新開工量將進一步下降，我們預計，民營企業整體業務規模將進一步萎縮（**2022年**佔全國房地產銷售額的**32%**，而**2019-20年**為**39-40%**），而繼續獲得資金及政府大力支持的國有企業將佔據更多市場份額。

圖4：房地產銷售放緩出現分化



資料來源：來自36間中國發展商的公司數據



鑒於目前的政策導向，我們認為經過幾輪去產能及去槓桿後，部分民營發展商將能夠度過低迷期。我們需要看到融資措施被證明能夠有效且及時幫助發展商應對即將到期的債券（包括在岸和離岸）。同時，需求側的支持措施及更好的宏觀預期將提振房地產銷售，但這需要時間。儘管如此，我們認為，部分民營發展商仍將是未來政策放寬的主要受益者，並且仍是我們的首選。由於銷售復甦仍具有挑戰性，財務靈活性仍然不足，部分被邊緣化的企業仍將面臨債務交換的風險。

### 澳門博彩業

受六間現有營運商成功續簽10年博彩業牌照以及中國重新開放的消息影響，第四季澳門博彩債券回報率達**20.5%**。六間營運商包括美高梅中國、銀河娛樂、金沙中國、新濠博亞、永利澳門及澳博。正如上一季展望中所述，競標結果符合我們的基本預期。中國還在**11月**宣佈「**20條措施**」和「**新10條措施**」，大幅放寬國內防疫政策。中國的迅速轉變遠超市場對經濟壓力上升的預期。因此，受盈利迅速恢復的預期影響，市場情緒得到提振，尤其是澳門博彩債券。此外，在放寬邊境管控方面，澳門於**2023年1月初**取消了大部分旅行限制。

**1月份**博彩業月總收入為**116億澳門元**（按年**+83%**），鑒於農曆新年的影響，這遠超市場預期。我們密切關注**3月**和**5月**的情況，這將加強更可持續的復甦趨勢。**2022年**澳門博彩業總收入為**422億澳門元**，為**2019年**新冠肺炎疫情前水平的**14%**。展望未來，在今年**2月**起恢復中國跟團旅遊以及取消中港兩地旅客核酸檢測的背景下，我們預計澳門遊客及博彩業總收入將會恢復。

我們認為，當前的市場估值相對較高，基本面復甦已反映在價格中。我們對該行業進行了適度減持，並在尋找潛在而有限的新債發行機會。該領域將受到重新開放的復甦路徑、中國相關高收益債券整體供應不足以及分散投資的支持。

### 印度高收益

印度債券是亞洲高收益指數中的第二大板塊，僅次於中國內地和香港的總和。我們對其進行減持，原因是相對於美國高收益債券而言，其估值並不具有吸引力，並且面臨信貸息差擴大及利率波動加劇的風險。**Adani**事件的餘波可能對該領域的近期情緒產生一些影響，但我們認為這些影響的蔓延風險有限。主要大型可再生能源公司的信貸質素得到其龐大而多元化的投資組合、強大的保薦人及持續的在岸融資渠道支撐。政府對可再生能源投資及發展的支持立場將為該行業帶來持續的有利因素。我們密切關注債務融資急劇增長及應收賬款延遲等風險。

就**Adani**而言，沽空報告中強調的多數問題早已被評級機構及第三方保薦人/投資者社群明確指出及監察。此外，多數**Adani**債券都設有若干保護條款，如現金流量償付順序、現金分配限制及擔保債務限制，以避免債券持有人的從屬風險。我們感到欣慰的是：**1**) 債券結構提供了一些下行保護；**2**) 可再生能源和港口等多數基礎資產質素優良；及**3**) 外部股東/保薦人及大型審計師的參與將對公司管治進行監督。因此，我們更看好一些接近資產及投資級別的債券，因為我們認為該組合提供投資機會。

除另外說明，本文所有數據均取自彭博

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。

關注我們



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 2143 0688  
傳真：(852) 2564 8487  
電郵：investservices@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石橋路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石橋路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

16 Berkeley Street,  
London W1J 8DZ,  
United Kingdom

電話：+44 20 3907 3870  
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com