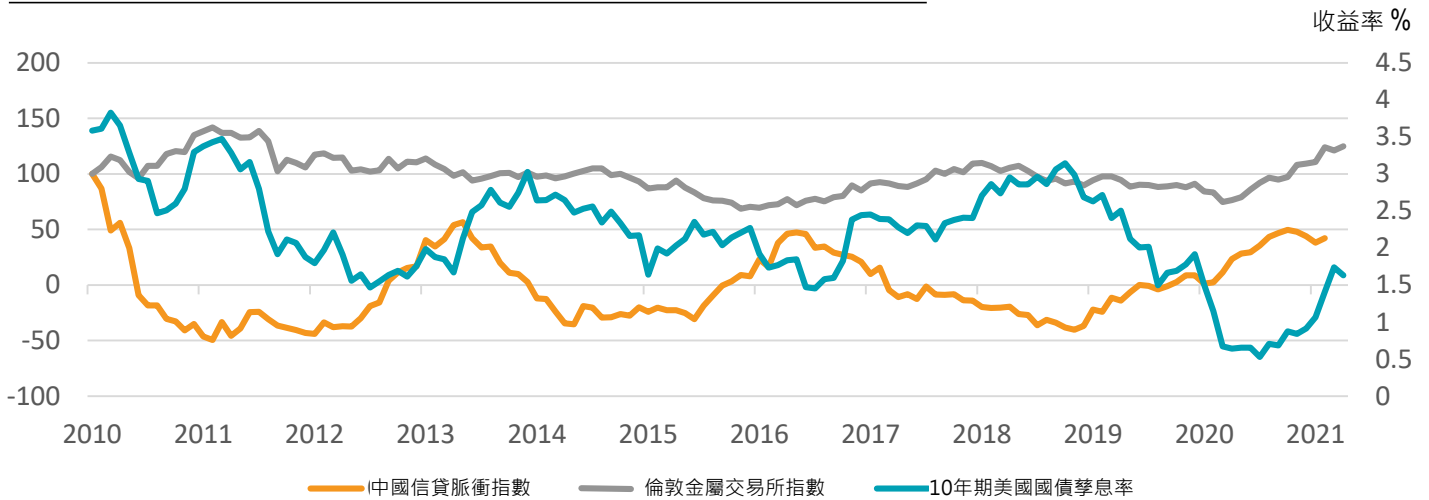


2021年4月

2021年第一季度市場回顧

2021年第一季度，受美國1.9萬億美元規模的財政刺激措施和通脹憂慮影響，美元利率的波動性顯著加劇。在此期間，10年期美國國債孳息率大幅上漲80點子（圖1），重現2013年「緊縮恐慌」（taper tantrum），令市場措手不及。美國相對較高的疫苗接種率、向好的採購經理人指數（PMI）和就業數據，反映出經濟快速復甦的勢頭。為進一步刺激經濟增長，美國政府更提出新的財政方案（基礎設施、醫療保健），料於今年較後時間提交國會批准。由於該方案是一份多年期計劃，對比2020-21年的巨額財政刺激措施，預期對政府財政的直接影響應當較小。

圖1：10期美國國債孳息率及中國因經濟增長加快而導致信貸增速放緩



資料來源：彭博。中國信貸脈衝指數與倫敦金屬交易所指數，基值被重設為100，截至2021年3月31日

2021年1-2月，在出口、房地產投資和工業生產的帶動下，中國經濟由低基數強勁反彈。全國人大將2021年GDP增長目標設定為「6%以上」，但市場預期實際增幅或會高於設定目標（市場預期GDP增幅約8.5-9%）。全國人大強調支持經濟發展的宏觀政策，且不會急劇轉向。為了平衡經濟復甦與風險控制，信貸規模會持續放緩。資金流動性將繼續收緊，監管措施將陸續出台，例如控制影子信貸、對金融控股公司和金融科技平台實施更嚴格的監管措施。

2021年第一季度，中國的強勁需求、供應減少和「再通脹交易（reflation trade）」的資金流入均支撐大宗商品價格。銅和鋁的表現優於黃金。油價則因石油輸出國減少產能及需求回升而強勁反彈（年初至今上漲23%）。市場普遍預期，未來幾個月全球及亞洲的通脹會持續上升。由於亞洲整體通脹大幅上升的可能性較低，所以除中國外，亞洲其餘各國央行料繼續保持寬鬆的貨幣政策。

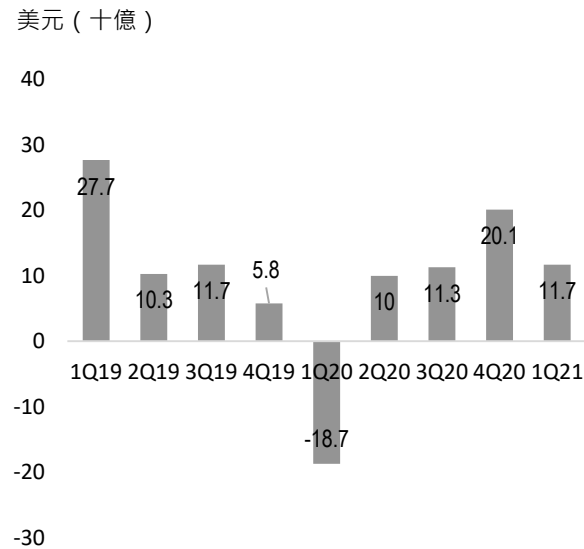
亞洲信貸估值

儘管通脹預期繼續升溫，摩根大通亞洲投資級別信貸指數（「亞洲投資級別指數」）與摩根大通亞洲高收益信用指數（「亞洲高收益指數」）的息差分別收緊25基點和40基點。在亞洲高收益指數中，受中國在岸市場政策收緊的影響，非中國債券表現相對較佳。受美國國債孳息率上升影響，且存續期較長，令亞洲投資級別指數綜合回報下挫（年初至今為-1.6%），亞洲高收益指數表現略好，年初至今回報為1%。

2021年3月初美國10年期國債收益率迅速上漲影響新興市場資金流出。但是年初至今，總體來說，新興市場美元債券繼續錄得資金流入（圖2）。但新興市場（除中國）的經濟增長較發達市場落後，同時美國利率波動均可能引起資金外流的風險。儘管如此，在新興市場中，相信亞洲經濟較其他地區更具韌性，贖回壓力較小。另外，自2021年3月初，美國投資級別債券錄得的資金流入放緩；而美國高收益債券年初至今則錄得資金流出，約共40億美元。

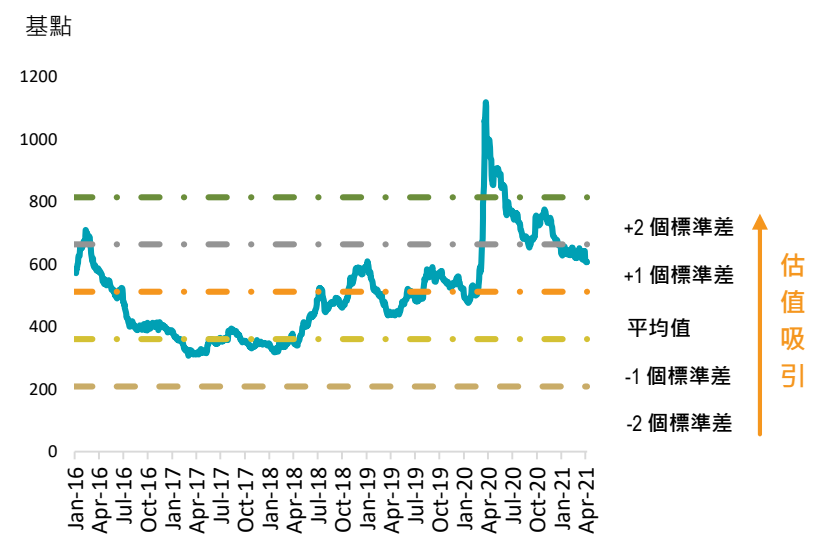
總體而言，亞洲經濟復甦前景明朗、違約率可控和人民幣維持強勢，均利好亞洲的美元債券市場，並有助吸引資金流入。我們偏好亞洲高收益債券，因其存續期較短，且從綜合回報的角度來看，亞洲高收益債券的息差位於相對過去五年平均高約1個標準差，反映債券價格吸引，約為目前亞洲投資級別債券的4.6倍（圖3和圖4）。

圖2: 新興市場美元債券資金流穩定



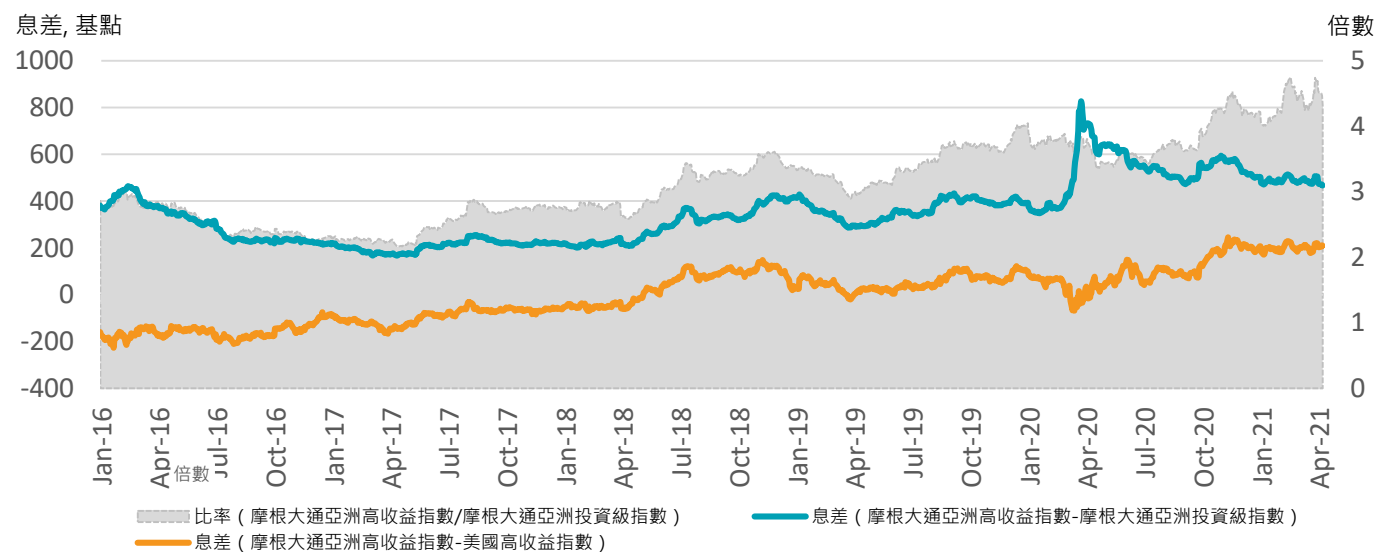
資料來源：EPFR，彭博，截至2021年3月31日

圖3: 亞洲高收益指數息差估值更為吸引



資料來源：彭博，截至2021年3月31日

圖4: 亞洲高收益指數較投資級別指數及美國高收益指數更具吸引力



資料來源：彭博，截至2021年3月31日

2021年第二季度展望與策略

我們認為10年期美國國債孳息率至2021年底前仍有上行空間，但在此期間可能會出現整固。如果美國的經濟數據和疫苗接種速度未達預期，或聯儲局控制收益率曲線，有可能限制美元國債孳息率上升，但這些因素相信短期內不會發生。市場將繼續對縮表和加息時間表持謹慎取態，並期待聯儲局於6月或9月的美國聯邦公開市場委員會會議上作出一些指導。聯儲局亦會就通脹趨勢是否為暫時性，以及通脹趨勢與2%的平均通脹目標展開討論。我們認為，美國在短期內作出加息決定的機會仍然非常低。

中國的政策正常化仍在進行中，隨著二季度經濟增長加快，貨幣政策轉向寬鬆的機會不大。儘管隨基數效應的減退，GDP按年度對比之增速可能放緩，但第二季度按季度對比之經濟活動將加速回升。中國當局在經濟增長驅動下政策取態將偏向收緊，市場風險依然較高，基於此背景下，我們將堅持自下而上的債券挑選策略，並於第二季度專注於流動性更強的債券。同時，我們亦策略性地以非中國和大宗商品債券來減低中國房地產債券的比重，以平衡風險。

行業觀點——中國房地產

圖5：中國房地產-月度合約銷售額

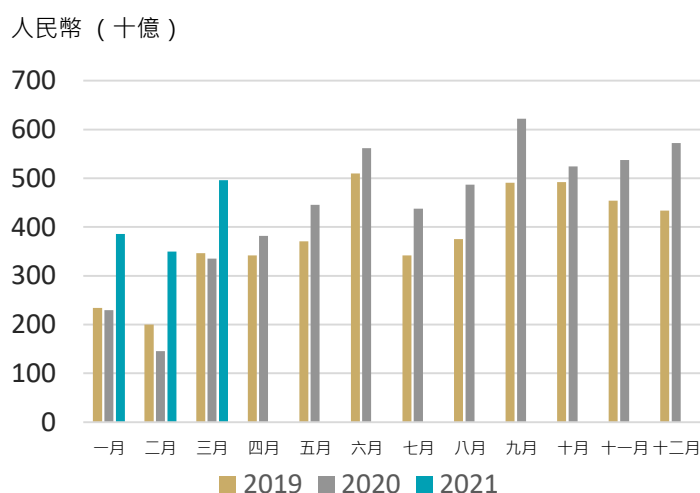
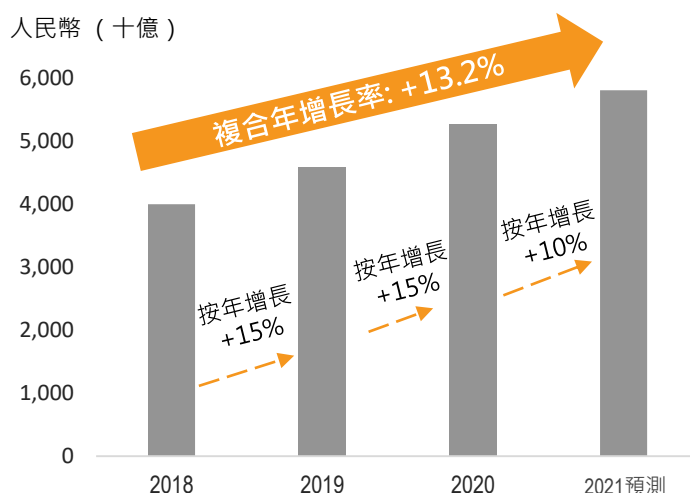


圖6：中國房地產-年度合約銷售額增幅



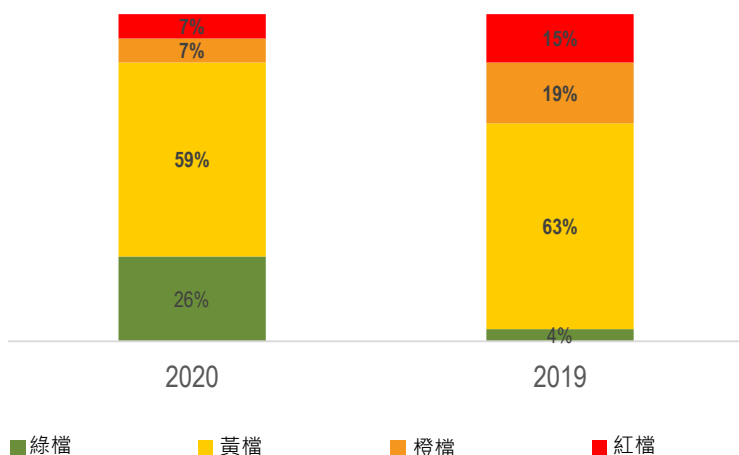
資料來源：27家中國上市房地產發展商數據，截至2020年12月底

基本面： 由於基數較低，我們追蹤的27家上市的中國發展商在2021年第一季度合約銷售額增長強勁（按年上升約90%），與2019年第一季度相比增長約50%。發展商預計2021年全年合約銷售額平均按年增長約10%（圖5和圖6），我們認為預測增幅在庫存充足的情況下不難實現。對比2021年全國合同銷售額預計將下跌2%（2020年按年上升11%；2019年按年上升10%）的情況下，相信我們追蹤的房地產發展商將繼續表現領先。2020財政年度，儘管27家發展商2020年業績均呈現出毛利率降低和收入增長放緩，但健康的現金回收率（約70-80%）和較審慎的土地儲備策略則有助鞏固該等發展商的信貸質素。

由於前幾年土地成本高昂，預期之內令發展商2020財政年度的毛利率下跌。但在大灣區和城市重建項目方面具有競爭優勢的發展商，毛利率則相對穩健。在2021年第一季度，我們留意到發展商的土地資本支出佔合同銷售額的比例，由一年前約50-60%下降至約30%。融資管道收緊和「三道紅線」政策將促使發展商採取更審慎的買地策略，但也會在一定程度上減慢發展商未來的增長。

遵守「三道紅線」政策令發展商2020年的業績呈改善趨勢（圖7）。我們將關注個別發展商利用表外負債的方式來達至相關政策要求。此外，在新的土地集中供應政策下，部分發展商營業額增長或因不併入財務報表的合資或聯營公司項目數量增加及銷售執行能力較弱而放緩。相對來說，分拆物業管理業務及出售投資物業則有助改善槓桿率。

圖7：中國房地產發展商符合「三道紅線」要求的比例



資料來源：27家中國上市房地產發展商數據，截至2021年3月31日

圖8：中國發展商離岸美元債券淨發行量

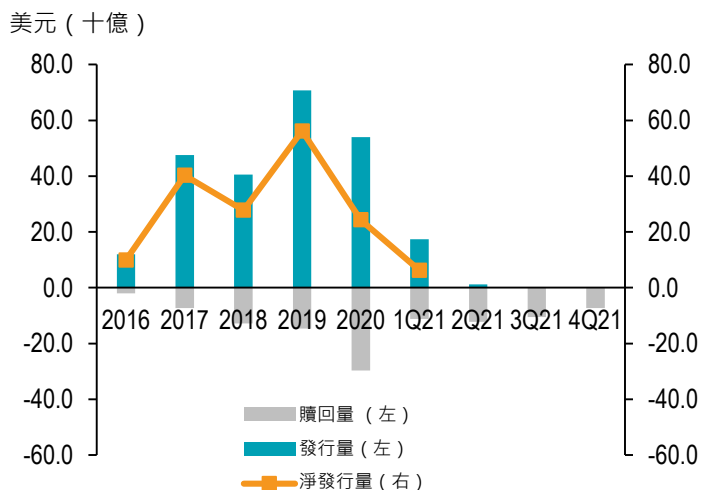
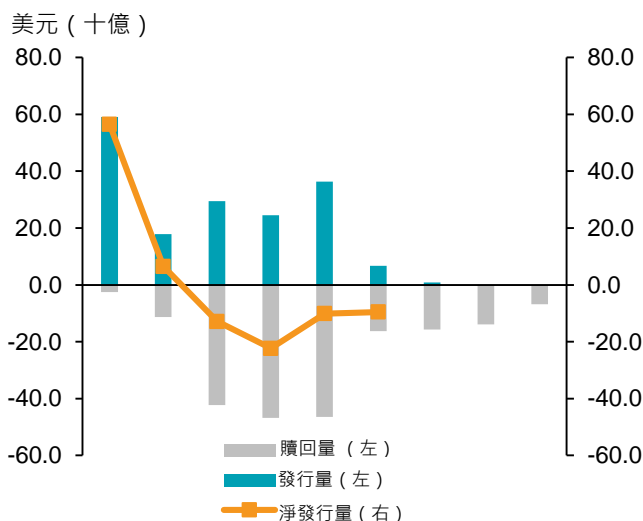


圖9：中國發展商在岸債券淨發行量



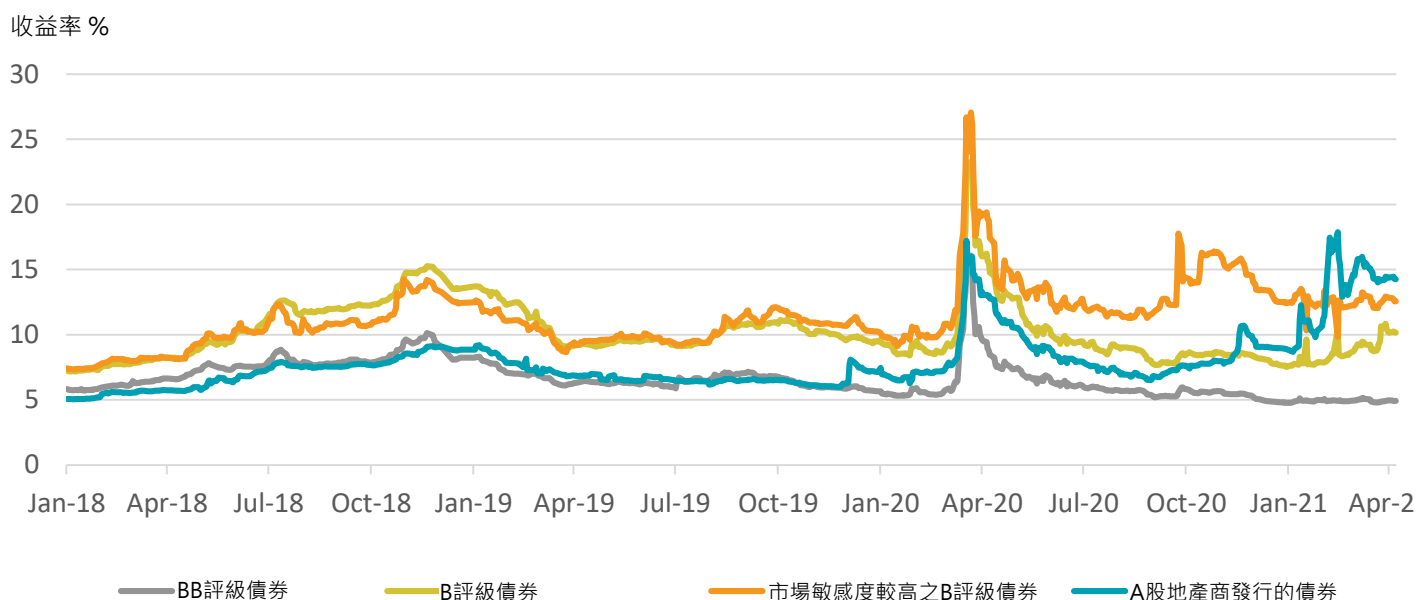
資料來源：萬得·彭博，截至2021年3月31日

發行及再融資需求： 在美元利率波動和在岸市場貨幣政策收緊令市場情緒轉變之前，發展商已成功發行美元債券，第一季度的淨發行量呈正數。我們預計，第二季度約有120億美元的離岸再融資需求（環比增長9%，圖8和圖9），在年初以來強勁的銷售數據和投資者繼續尋求收益的背景下，市場應能消化這些新增融資需求。另外，第二季度在岸再融資需求將輕微下跌（環比下跌4%）。如果在岸債券市場再融資渠道被關閉，發展商可能會尋求其他融資渠道，例如透過加速推出項目或出售資產來加快現金回流，以償還到期債務。

政策更新： 隨著房地產供應鏈廣泛使用信貸和槓桿，監管當局在2021年第一季度嚴格審查非標融資渠道（如信托貸款）和部分城市抵押貸款的增長和限價政策，以避免土地市場過熱和防範金融風險。22個城市的土地集中供應政策（2021年2月發佈）預計將提高透明度和穩定土地溢價。然而，發展商同期推出項目或將導致現有競爭更加激烈，依賴土地拍賣市場的發展商需要在拍賣期間提升財務管理水平，預留更多資金。另外，也會可能改變季節性的銷售模式。

估值和偏好： 2021年第一季度，內房高收益美元債券的回報率為-1.6%，信貸差異仍是影響收益率水平的主要因素（圖10）。受華夏幸福拋售潮和在岸政策收緊拖累，A股上市的發行商表現普遍不佳。禹洲地產淨利潤大幅低於預期，拖累B評級和BB-評級的債券息差由年初的290點子擴闊至520點子。我們認為，禹洲地產屬個別事件，其銷售入賬過於進取，以及側重使用合資或聯營公司。不過我們亦會留意避免一些發行商：1) 合約負債（contracted liabilities）與收入的比率較低；2) 過度依賴合資或聯營公司。相對美國高收益債券或新興市場企業債券，部分B評級和市場相關度較高的B評級債券的估值仍具吸引力。2021年第二季度，中國經濟復甦步伐將會加快，但總體信貸在收緊。因此，我們重點選擇具備以下特徵的發行商：1) 著重財務紀律和流動性管理多於增長；2) 具備良好銷售執行能力和現金回收能力，因為在當前政策收緊的環境下，增長將有所放緩；3) 土地儲備質素良好，包括充足開發資源；4) 資產負債表外融資規模不高。

圖10：中國房地產美元債相對價值



資料來源：彭博，截至2021年3月31日

行業觀點——中國在岸債券

利率債券： 2021年1月，中國在岸債券收益率下跌，但隨著流動性收緊，在岸債券收益率有所反彈。儘管各國國債收益率普遍上升，但2021年第一季度，10年期中國國債收益率在3.2%至3.3%之間波動。不過我們相信中國人民銀行將為在岸債券市場提供支持，並維持足夠的流動性。

進入第二季度，我們認為在岸債券市場的利好動力尚未完全釋放。經濟復甦步入正軌，但信用仍趨緊。利率債券的淨發行量較高（2021年第一季度：人民幣1.2萬億元；2021年第二季度：人民幣2.9萬億元），加上4月為繳稅期，這些因素將為流動性帶來短期壓力。我們相信，第二季度內，10年期中國國債收益率將輕微上升至3.5%，並在下半年隨著經濟增長正常化而回落。因此，我們認為第二季度為購入中國國債提供的入市良機。但是，強勁的信貸增長和房地產市場（房價按月持續上漲）可能會對國債收益率帶來上行風險，因為政策可能轉為更加收緊。

信用債券方面：2021年第一季度的發行總量回升至人民幣3.2萬億元，淨供應量由負轉正。從板塊來看，投資級別信用債券的發行量有所增加，但評級較低的信用債券的發行量因風險偏好降低而滯後。2021年，到期的信用債券（主要是國企和地方政府融資工具）的規模將微增。在岸信貸市場已出現一些復甦跡象，但國企違約事件的餘震尚未完全消除。我們特別關注信用質素較低的發行人，偏好評級較高的長期信用債券。

行業觀點——其他

中國投資級別債券

2021年第一季度，中國受制裁企業發行的投資級別債券的息差反覆波動。最近，一家中國國有資產管理公司因2020財年業績延遲公布而備受關注，該機構可能出售其非核心和虧損部門。該機構發行的美元債券遭大量拋售。我們相信，未來投資者對中國資產管理公司及附有維好協議（keepwell agreement）的債券的風險偏好會較低。

中國高收益企業債券

2021年第一季度，受惠大宗商品價格走勢強勁和經濟前景樂觀，相關企業債券表現良好。BB評級債券價格穩健。我們增持了一些消費品公司，以把握當下經濟復甦帶來的機遇。

印尼/印度高收益企業債券

年初至今，印尼盾和印度盧比對美元分別貶值約5%和3%。我們留意到，2021年第一季度，在一間紡織公司未能獲得銀行貸款延期的批准後，銀行對印尼中小企貸款持謹慎取態。不過當中一些發行人仍能通過一些友好銀行成功完成貸款續期。

2021年第一季度，印度高收益債券板塊中，非銀行金融公司、可再生能源和鋼鐵等行業大致穩定。本土需求復甦和供應短缺有助印度鋼鐵企業改善現金流狀況及槓桿。在中國，唐山及整個河北地區可能會實施環保相關的供給側改革，此舉將推高鋼鐵價格。在非銀行金融公司方面，印度儲備銀行承諾繼續為該行業提供流動性支持，支持計劃的期限將由2021年3月延長至9月。此外，印度一家石油和鋅生產商的子公司股份回購工作已經完成，為其持股公司層面（美元債發債主體）提供更多股息收入及償債資金。

對新興市場而言，疫苗接種速度較慢、推行新一輪人流限制措施的風險提升，以及與發達市場的經濟增長差異（除中國外），均是未來面對的風險。投資組合多元化的需求將提高對非中國債券的需求。我們偏好亞洲大宗商品債券，因為大宗商品價格預計將繼續保持高位，相關公司將獲得更好的銷售增長，並有助於降低槓桿。鑑於美國利率風險和估值不便宜的角度，我們建議避免存續期較長的印度高收益美元債券。

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。

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。

關注我們



惠理集團

(852) 2143 0688 | www.valuepartners-group.com