

固定收益季度投资展望

2022年第一季度



报告摘要：政策微调迈进一步

美国进入紧缩周期，市场持续波动

踏入2022年，美国的通胀情况及联储局的加息步伐可能对市场产生更大波动。鉴于商品与服务之间的支出轮转、供应链受阻及劳动市场出现瓶颈，市场对美国通胀的预期可能有所改变。新冠肺炎疫情亦可能不时影响这些预期。由于目前通胀率已高于2%的目标，加上劳动市场紧张及经济增长放缓（2021年：实际国内生产总值按年增长5.6%，2022年预测：彭博预测增长率为3.8%），我们认为市场正步向政策正常化。

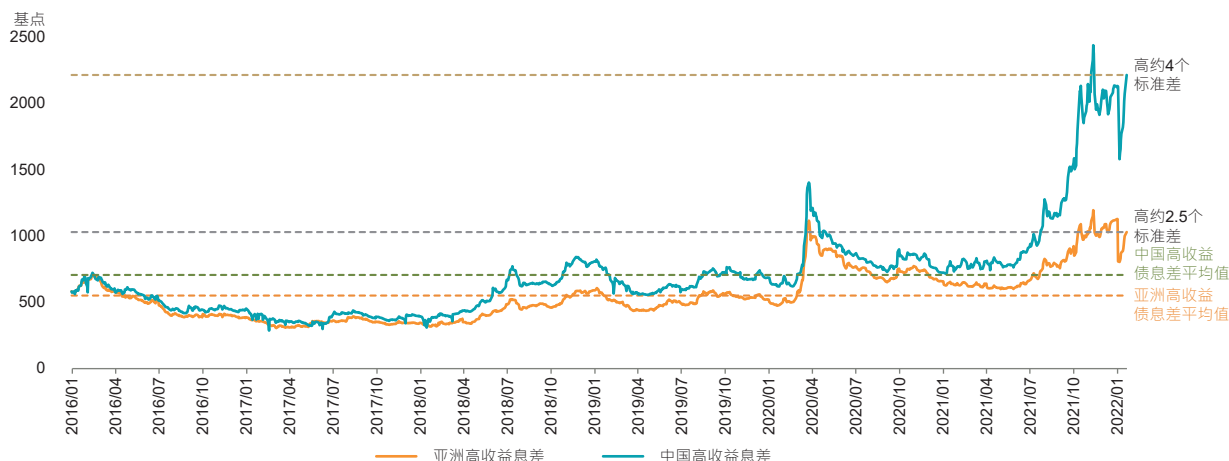
我们认为联储局的鹰派立场在2022年上半年将维持不变，而较进取的正常化步伐亦可能使市场波动性维持高企。市场目前预计2022年底前将加息四至五次，当局将在3月首次加息，同时缩减资产负债表规模。尽管如此，市场会一如既往地在联储局采取行动前作出反应，政策发展方向可能在今年内转趋乐观。我们留意到，流动性收紧及经济增长放缓会在下半年同时出现。由于市场较早反映加息因素，我们预计十年期美国国债孳息率在2022年首季将较目前水平略高（在撰写本报告时为1.9%）。

中国微调政策以支持经济增长，利好市场气氛

疫情限制措施一直影响中国的经济活动。去年第四季，零售销售受压，房地产销售亦低迷。尽管出口因全球需求复苏而走强，国内基础设施投资却表现落后。将于3月初举行的全国人民代表大会可能会设下「高于5%」的经济增长目标，政策决策者将加大政策放宽的力度。相关措施可能包括发行前期特别地方政府债券、放宽房地产及货币政策。虽然中国的国内生产总值增长或会在首季放缓（2021年：实际国内生产总值按年增长8.1%，2022年预测：彭博预测增长率为5.2%），但由于消费进一步反弹及房地产销售回升，我们预计中国经济将在2022年下半年反弹。

我们依然认为信贷收缩已经见底，信贷需求亦将有所改善，但其改善步伐将会落后。尽管如此，这应利好市场对中国信贷市场的投资情绪。房地产行业方面，多项政策也同步放宽，其中，对按揭贷款及发展商开发贷款的管制自去年底以来经已放宽。最近，受限制预售资金可能获放宽的消息带动房地产行业反弹。我们预计当局将推出更多房地产放宽措施，但相关政策将不会像2015/16年周期的刺激措施般进取。

图一：中国高收益债券息差定价已考虑监管风险

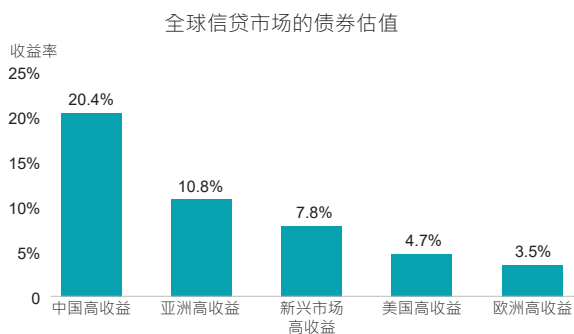


资料来源：摩根大通亚洲信用指数、彭博指数，截至2022年1月20日

我们正密切关注中国房地产行业的特殊风险，随着市场预期当局将推出更多利好的调整政策，加上信贷两极化的情况可能持续，我们继续偏好具信贷质素的公司。我们正密切关注房地产价格走势，以及发展商流动性状况于债券到期潮来临时有否出现改善迹象。

我们偏好投资于存续期较短的债券，以抵抗利率上升的影响，因加息将对亚洲投资级别债券构成压力，尤其是在目前信贷息差偏窄的情况下。鉴于亚洲高收益债券（中国除外）集中于消费品、公用事业及大宗商品，其信贷息差将维持稳健。这些债券的估值偏紧，但应能提供分散风险的好处。中国高收益债券的信贷息差已反映大部分的政策风险及行业整合因素，估值亦非常吸引（图一及二）。透过我们的主动管理及由下而上的投资方针，我们继续留意中国高收益债券领域中，于短期违约风险可控的债券，因我们对特殊风险的取态仍然谨慎。

图二：中国高收益债券估值错位



资料来源：摩根大通亚洲信用指数、彭博指数，截至2022年1月20日

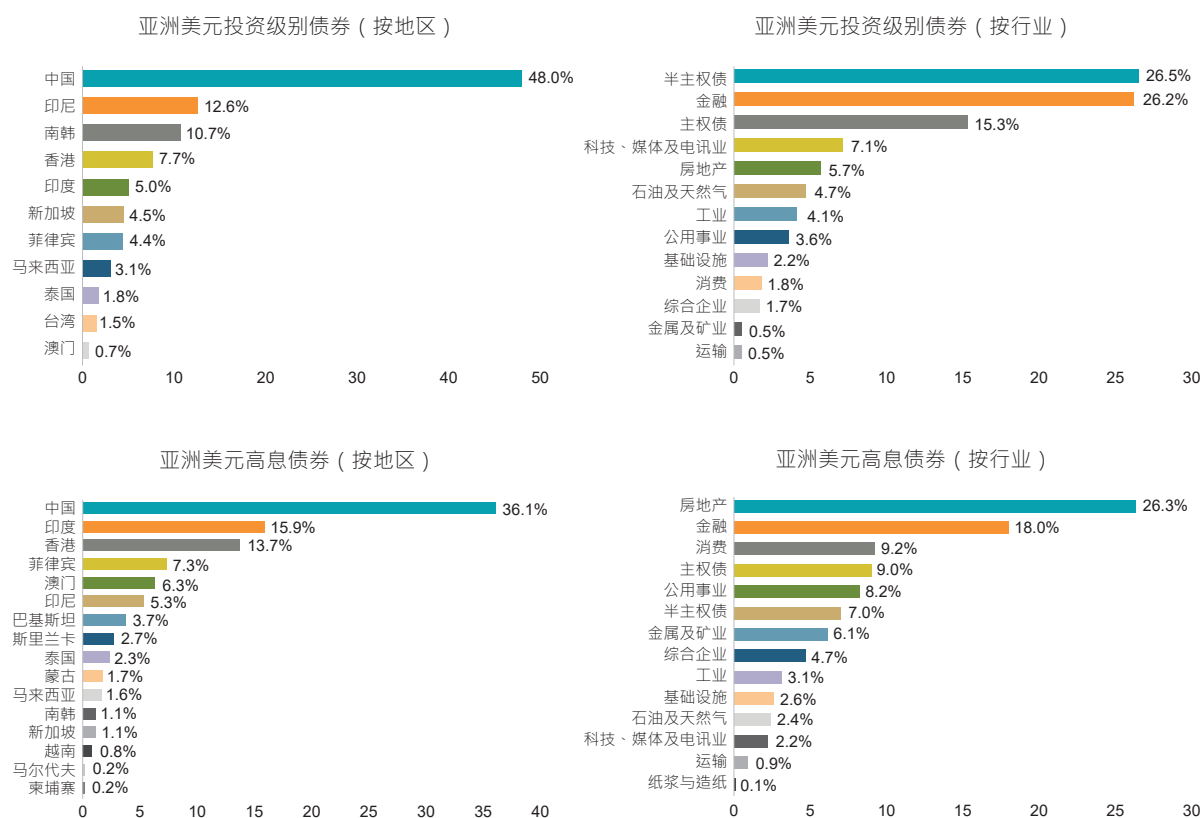
亚洲债券表现

去年第四季度，摩根大通亚洲投资级别指数（「亚洲投资级别指数」）息差收紧6个基点至179个基点，而亚洲高收益信用指数（「亚洲高收益指数」）息差则因出现更多特殊事件而扩阔270个基点至910个基点。季内，亚洲高收益指数的总回报为-6.8%，低于亚洲投资级指数的0.1%。亚洲高收益债券方面，永续债券、大宗商品债券及公用事业债券的回报高于房地产债券，因后者受到中国政策收紧及违约率上升的影响。

从国家层面而言，受监管风险较高及房地产行业疲弱的影响，中国（在摩根大通亚洲信用指数或「JACI综合指数」中）的表现落后（2021年第四季度/2021年录得-3.1%/-5.8%，权重为46.2%）。2021年第四季度，印尼（2021年第四季度/2021年录得+1.3%/+0.6%，权重为11.3%）的表现较印度（2021年第四季度/2021年录得+0.7%/+3.6%，权重为7%）理想，但2021年的

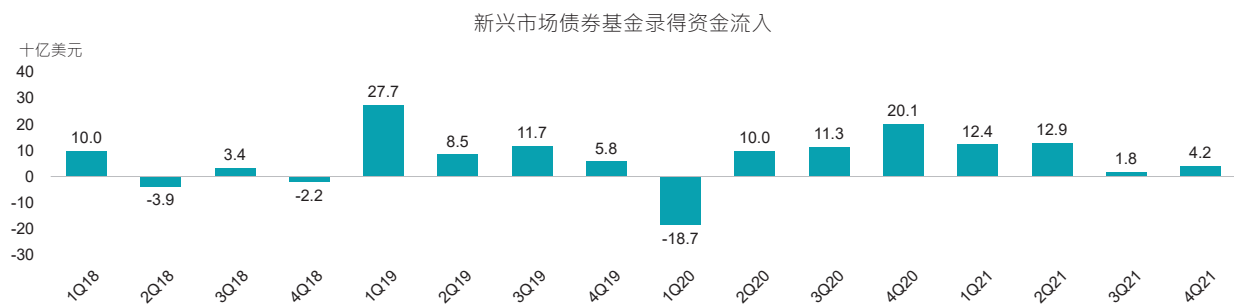
全年表现落后，因存续期较长的债券比重较高，并受到美国利率变动影响。我们认为，债券估值下跌、投资者寻求风险分散的需求（图三）及对中国房地产业会稍为复苏的预期或会吸引资金流入亚洲债券。尽管中国房地产领域的波动性及赎回压力上升，但由于仍然有资金流入的迹象，亚洲债券的需求在2021年维持稳健（图四）。

图三：亚洲债券市场的分散程度



资料来源：摩根大通亚洲多元化信用指数，截至2022年1月18日

图四：新兴市场债券录得稳定的资金流入



资料来源：EPFR数据，截至2021年12月

行业观点

中国在岸债券

2021年年底，因市场对经济增长放缓的忧虑加剧，特别是在下半年自2020年的低基数效应消减，加上电力短缺危机及房地产销售低迷，十年期中国国债孳息率下降40个基点至2.8%。孳息率于9月底至10月中旬间上升反映市场对国内通胀及美国孳息率上升的忧虑。然而，自10月中起的一系列讯号显示，中国政府承诺会稳定经济增长，从而推动孳息率在较低水平至今。十年期中国国债孳息率在2021年第四季度进一步下降9个基点。2021年，中国央行亦分别在7月及12月两度下调存款准备金率，每次下调50个基点。我们预计中国会积极采取宽松且有利于稳定经济的货币政策。

我们相信，中国央行将在2022年上半年再次下调存款准备金率，并维持宽松的流动性环境。由于经济增长有望在2022年第二季改善，信贷收缩快将见底，因此十年期中国国债孳息率（在撰写本报告时为2.7%）可能在2022年首季见底，料会推动孳息率在年底前上升。此观点的风险在于，面对新冠疫情的影响及监管措施变动，经济难以稳定增长。与美国正迈向的紧缩方向相比，中国承诺稳定经济增长，并推出最新的宽松政策，导致中美债券孳息率差距进一步收窄至目前的80个基点（息差在2021年初时曾超过200个基点）。然而，我们相信海外资金有望继续稳健流入中国债券市场。

在岸企业债券市场继续出现信贷差异化。中国政府重申要压抑地方政府隐性债务的立场，地方政府融资平台面临更多再融资限制。因此，我们认为实力较弱且具有大额到期债务的地方政府融资平台的违约风险将会增加。

亚洲投资级别债券

去年第四季度，亚洲投资级别债券录得+0.1%回报，2021年全年则持平。息差压缩（2021年为-35个基点）及票息回报大致被

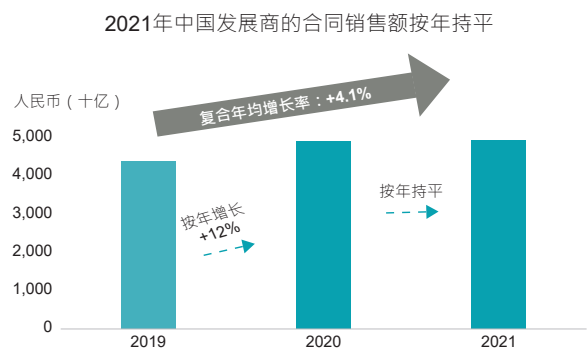
美国国债孳息率变动所抵销。由于市场对华融的忧虑加剧，加上针对传统上具防御性的科技、媒体及电讯业，以及能源业的监管出现变动，中国投资级别债券息差在2021年第二季度时大幅扩阔。在政府救助华融、中国化工集团评级上调及降级风险受控后，息差在2021年底前收窄。在中国以外，印度成为市场焦点，而由于该国的复苏强劲，加上两波疫情对金融系统造成的影响有限，穆迪将其主权债券评级由负面调整为稳定。

总而言之，美国国债孳息率上涨仍是亚洲投资级别债券的主要隐忧。虽然大部分亚洲投资级别企业债券的基本面应该会维持稳健，而且我们预计中国的「政策冲击」将较2021年少，但由于信贷息差收窄，我们认为估值并不吸引，在亚洲投资级别企业债券领域上维持偏低配置。

中国房地产债券

鉴于2022年首季/上半年合同销售额增长可能下跌（2021财政年度持平，图五）、2021财政年度的盈利较疲弱、受房地产价格下跌造成的整体利润减少，以及规模庞大的债券到期潮，我们相信2022年首季/上半年对该行业来说仍是备受挑战的时期。我们预计在3月举行的全国人民代表大会后，当局会推出更多利好的政策微调措施。鉴于以上因素，我们认为信贷质素在挑选债券时仍然是关键。

图五：2021年合同销售额增长减弱



资料来源：30间中国上市发展商的公司数据，截至2021年12月

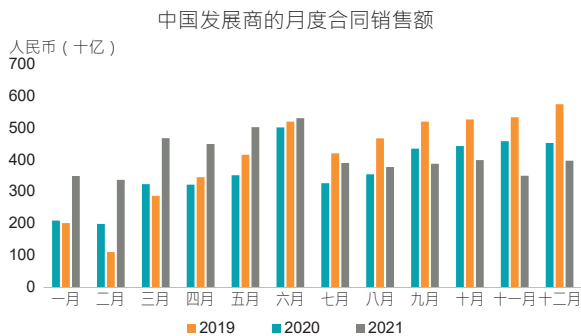
我们认为，由于盈利下跌、盈利能力走弱及下降现金水平，债券估值应已反映多个2021财政年度业绩低迷的因素。然而，由于未来

的合同销售额远低于预期（2021年下半年明显放缓，图六）、审计相关问题导致2021财政年度业绩出乎意料地欠佳及出现更多债务交换个案，市场波动性将维持高企。房产税可能在2022年实施，或将影响买家情绪。

值得注意的是，中央政治局在12月的会议期间改变高层政策立场，房地产行业对此反应正面，随后当局采取一些宽松政策，包括放宽按揭贷款的审批及鼓励银行向国有或优质发展商在项目并购提供贷款（这并不会包括在「三条红线」的计算内）。

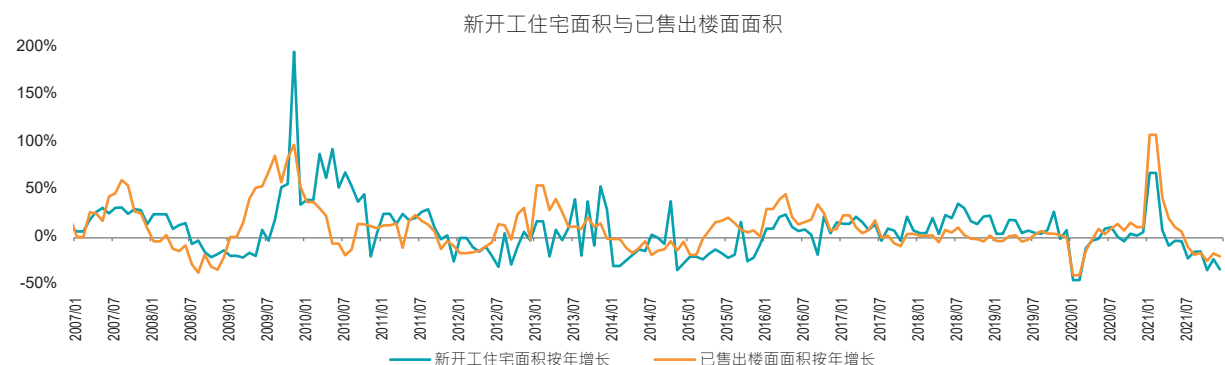
市场预计当局将推出的额外措施包括可能放宽预售帐户下的受限制资金。我们认为，任何此类放宽将因地区而异（规例较严格的地区或有所放宽），而在恒大事件发生以后，及时交付项目仍将是首要任务，特别是三四线城市。总括而言，由于执行宽松措施需时，措施可能需要三到六个月才能对实体房地产市场产生正面影响。长远而言，我们预计实力较稳健的发展商应能在该行业进一步萎缩的情况下而提升市场占有率。

图六：月度合同销售额



资料来源：30间中国上市发展商的公司数据，截至2021年12月

图七：2021年住宅销售额达到高峰水平

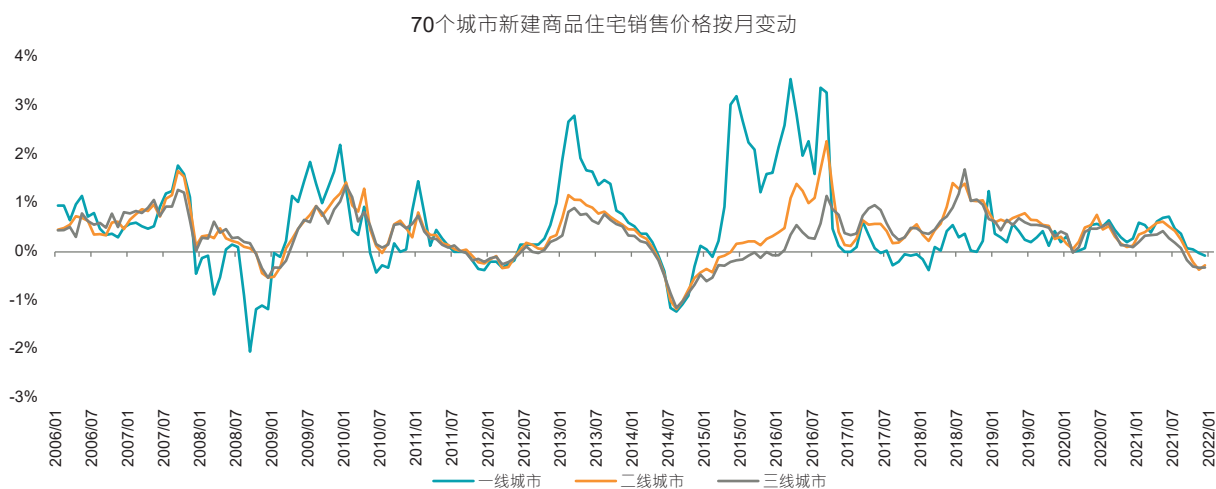


资料来源：瑞银研究，截至2022年1月26日

2021年第四季度，因政策调整及违约风险上升，房地产高收益债券回报录得18.3%跌幅（2021年全年跌幅为32%）。我们认为，现时此行业的价格已经反映了大部分下行风险及无政策放松的预期。随着信贷差异化持续，土地收购速度在未来几季会倾向放缓，我们偏好短期再融资需求较低、土地储备可支持开发年期相对较好的发展商。就我们密切关注的20间主要发展商而言，我们预计它们的在岸及离岸债券再融资需求会在今年3月及4月见顶，金额分别达56亿美元及63亿美元，随后在5月及6月逐渐减少至19亿美元及28亿美元。此水平将在7月至8月上升，因此再融资压力仍然沉重。我们减持了一些偏离指数、极为倚重离岸债券市场和土地储备可支持开发年期较短的发展商。

2021年，新房屋销售额价值达到高峰（图七），而我们预计此水平会在2022年按年下跌约10至15%。由于基数较高、目前销售运行率疲弱，以及新推出项目减少，2022年上半年销售额的按年跌幅可能更显著，达20至30%。此外，2021年下半年至2022年上半年期间新开工数量下跌。因为基数较低及政策放宽的影响才开始发挥作用，销售情况应该在2022年下半年才会开始稳定。鉴于发展商的流动性压力持续，并且需要更多的价格刺激措施，我们预计2022年全国房地产价格将进一步下跌。参考上一次2014/15年的下行周期（图八），更多土地流拍意味今年上半年房屋新开工面积将会减少，但随着销售回升，跌幅将于今年下半年微幅收窄。

图八：房地产价格自2021年下半年起下跌



澳门博彩债券

去年第四季度，澳门博彩债券录得-2.0%回报（2021年全年录得-2.8%回报）。由于政府打击博彩中介公司，加上中国高收益债券整体偏软，澳门博彩业的表现落后。2021年，博彩业的总收入维持在疫情前30%的水平。

然而，当局于2022年1月中宣布博彩法修订草案后，监管方面的不确定性有所减少。政府建议发出最多六个博彩牌照，牌照期限为十年（最多可续期三年）。当局最近澄清税率将维持不变，而博彩公司的董事局亦无需引入政府代表，市场对此消息反应正面。下一宗值得注意的事件将是博彩特许权的重新公开招标，相关过程所需时间有可能较2022年6月的博彩特许权届满日期为长。然而，我们预计目前博彩公司的牌照将获短暂延长，直至公开招标的过程完成。

踏入2022年，由于特许权不获续期的风险偏低，我们认为澳门重开边境将继续是博彩业债券的关键推动因素。尽管大部分博彩公司的流动性缓冲足以应付未来12至18个月的需要，但对于博彩公司的盈利复苏及能否保持目前信贷评级相当重要，澳门边境开放与否亦起到了举足轻重的作用。该行业能在中国高收益债券中发挥分散投资的作用。鉴于我们预计部分博彩公司需要集资以应付资本开支需要，新债发行将带来投资机遇。相关风险将是持续的跨境限制措施及政府干预增加。

大宗商品债券

金属及采矿高收益债券在2021年第四季度表现理想，录得+1.1%总回报（2021年全年录得+10.8%总回报）。鉴于大宗商品价格将继续在2022年维持，相关债券可作分散投资部署。中国增长放缓及房地产销售疲弱可能拖累大宗商品的表現，但中期而言，我们认为近期的政策放宽将利好大宗商品价格。供应担忧亦是支撑大宗商品周期的关键因素。