

固定收益季度投資展望

2022年第一季度

報告摘要：政策微調邁進一步

美國進入緊縮週期，市場持續波動

踏入2022年，美國的通脹情況及聯儲局的加息步伐可能對市場產生更大波動。鑑於商品與服務之間的支出輪轉、供應鏈受阻及勞動市場出現瓶頸，市場對美國通脹的預期可能有所改變。新冠肺炎疫情亦可能不時影響這些預期。由於目前通脹率已高於2%的目標，加上勞動市場緊張及經濟增長放緩（2021年：實際國內生產總值按年增長5.6%，2022年預測：彭博預測增長率為3.8%），我們認為市場正步向政策正常化。

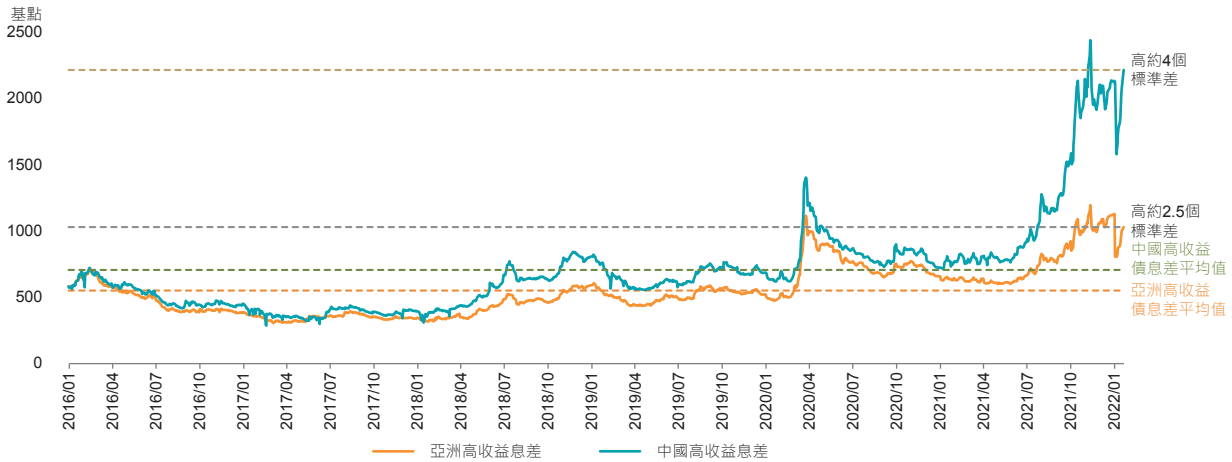
我們認為聯儲局的鷹派立場在2022年上半年將維持不變，而較進取的正常化步伐亦可能使市場波動性維持高企。市場目前預計2022年底前將加息四至五次，當局將在3月首次加息，同時縮減資產負債表規模。儘管如此，市場會一如既往地在聯儲局採取行動前作出反應，政策發展方向可能在今年內轉趨樂觀。我們留意到，流動性收緊及經濟增長放緩會在下半年同時出現。由於市場較早反映加息因素，我們預計十年期美國國債孳息率在2022年首季將較目前水平略高（在撰寫本報告時為1.9%）。

中國微調政策以支持經濟增長，利好市場氣氛

疫情限制措施一直影響中國的經濟活動。去年第四季，零售銷售受壓，房地產銷售亦低迷。儘管出口因全球需求復甦而走強，國內基礎設施投資卻表現落後。將於3月初舉行的全國人民代表大會可能會設下「高於5%」的經濟增長目標，政策決策者將加大政策放寬的力度。相關措施可能包括發行前期特別地方政府債券、放寬房地產及貨幣政策。雖然中國的國內生產總值增長或會在首季放緩（2021年：實際國內生產總值按年增長8.1%，2022年預測：彭博預測增長率為5.2%），但由於消費進一步反彈及房地產銷售回升，我們預計中國經濟將在2022年下半年反彈。

我們依然認為信貸收縮已經見底，信貸需求亦將有所改善，但其改善步伐將會落後。儘管如此，這應利好市場對中國信貸市場的投資情緒。房地產行業方面，多項政策也同步放寬，其中，對按揭貸款及發展商開發貸款的管制自去年底以來經已放寬。最近，受限制預售資金可能獲放寬的消息帶動房地產行業反彈。我們預計當局將推出更多房地產放寬措施，但相關政策將不會像2015/16年週期的刺激措施般進取。

圖一：中國高收益債券息差定價已考慮監管風險

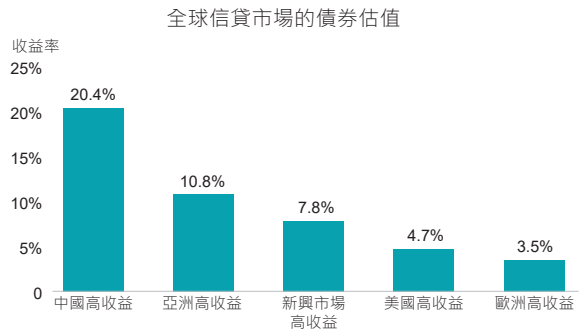


資料來源：摩根大通亞洲信用指數、彭博指數，截至2022年1月20日

我們正密切關注中國房地產行業的特殊風險，隨著市場預期當局將推出更多利好的調整政策，加上信貸兩極化的情況可能持續，我們繼續偏好具信貸質素的公司。我們正密切關注房地產價格走勢，以及發展商流動性狀況於債券到期潮來臨時有否出現改善跡象。

我們偏好投資於存續期較短的債券，以抵抗利率上升的影響，因加息將對亞洲投資級別債券構成壓力，尤其是在目前信貸息差偏窄的情況下。鑑於亞洲高收益債券（中國除外）集中於消費品、公用事業及大宗商品，其信貸息差將維持穩健。這些債券的估值偏緊，但應能提供分散風險的好處。中國高收益債券的信貸息差已反映大部分的政策風險及行業整合因素，估值亦非常吸引（圖一及二）。透過我們的主動管理及由下而上的投資方針，我們繼續留意中國高收益債券領域中，於短期還債風險可控的信貸名字，因我們對特殊風險的取態仍然謹慎。

圖二：中國高收益債券估值錯位



資料來源：摩根大通亞洲信用指數、彭博指數，截至2022年1月20日

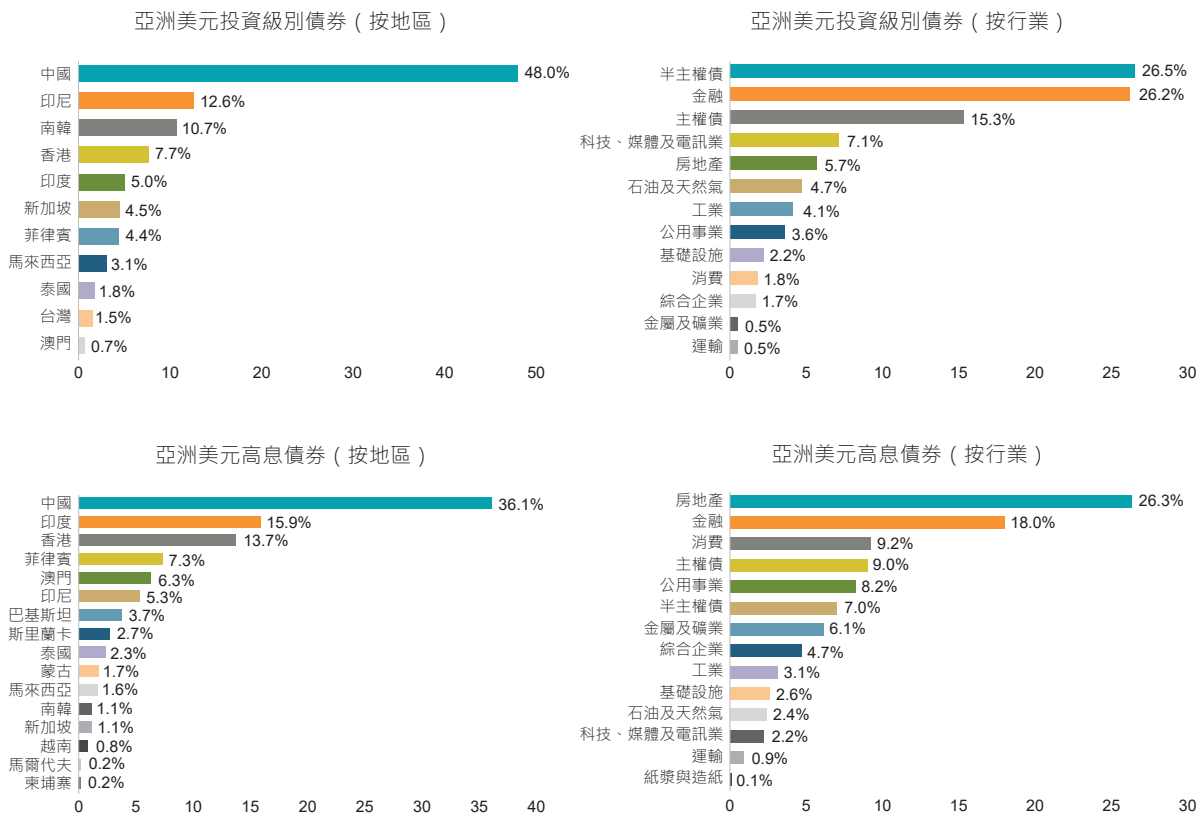
亞洲債券表現

去年第四季度，摩根大通亞洲投資級別指數（「亞洲投資級別指數」）息差收緊6個基點至179個基點，而亞洲高收益信用指數（「亞洲高收益指數」）息差則因出現更多特殊事件而擴闊270個基點至910個基點。季內，亞洲高收益指數的總回報為-6.8%，低於亞洲投資級指數的0.1%。亞洲高收益債券方面，永續債券、大宗商品債券及公用事業債券的回報高於房地產債券，因後者受到中國政策收緊及違約率上升的影響。

從國家層面而言，受監管風險較高及房地產行業疲弱的影響，中國（在摩根大通亞洲信用指數或「JACI綜合指數」中）的表現落後（2021年第四季度/2021年錄得-3.1%/-5.8%，權重為46.2%）。2021年第四季度，印尼（2021年第四季度/2021年錄得+1.3%/+0.6%，權重為11.3%）的表現較印度（2021年第四季度/2021年錄得+0.7%/+3.6%，權重為7%）理想，但2021年的

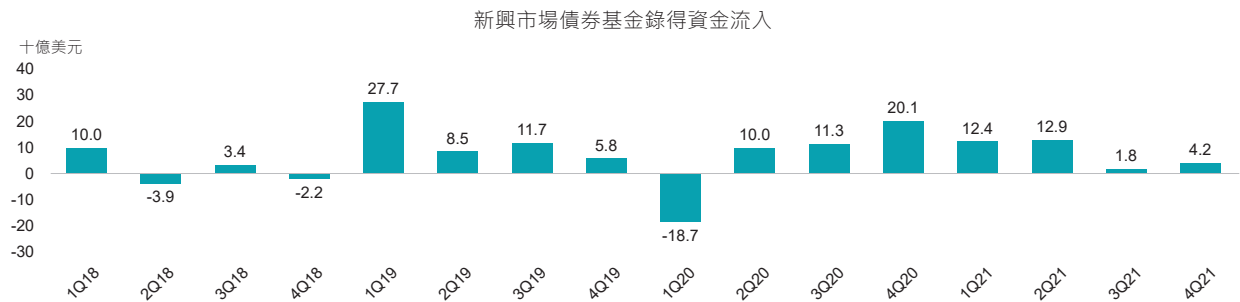
全年表現落後，因存續期較長的債券比重較高，並受到美國利率變動影響。我們認為，債券估值下跌、投資者尋求風險分散的需求（圖三）及對中國房地產業會稍為復甦的預期或會吸引資金流入亞洲債券。儘管中國房地產領域的波動性及贖回壓力上升，但由於仍然有資金流入的跡象，亞洲債券的需求在2021年維持穩健（圖四）。

圖三：亞洲債券市場的分散程度



資料來源：摩根大通亞洲多元化信用指數，截至2022年1月18日

圖四：新興市場債券市場內錄得穩定的資金流入



資料來源：EPFR數據，截至2021年12月

行業觀點

中國在岸債券

2021年年底，因市場對經濟增長放緩的憂慮加劇，特別是在下半年自2020年的低基數效應消滅，加上電力短缺危機及房地產銷售低迷，十年期中國國債孳息率下降40個基點至2.8%。孳息率於9月底至10月中旬間上升反映市場對國內通脹及美國孳息率上升的憂慮。然而，自10月中起的一系列訊號顯示，中國政府承諾會穩定經濟增長，從而推動孳息率在較低水平至今。十年期中國國債孳息率在2021年第四季度進一步下降9個基點。2021年，中國央行亦分別在7月及12月兩度下調存款準備金率，每次下調50個基點。我們預計中國會積極採取寬鬆且有利於穩定經濟的貨幣政策。

我們相信，中國央行將在2022年上半年再次下調存款準備金率，並維持寬鬆的流動性環境。由於經濟增長有望在2022年第二季改善，信貸收縮快將見底，因此十年期中國國債孳息率（在撰寫本報告時為2.7%）可能在2022年首季見底，料會推動孳息率在年底前上升。此觀點的風險在於，面對新冠疫情的影響及監管措施變動，經濟難以穩定增長。與美國正邁向的緊縮方向相比，中國承諾穩定經濟增長，並推出最新的寬鬆政策，導致中美債券孳息率差距進一步收窄至目前的80個基點（息差在2021年初時曾超過200個基點）。然而，我們相信海外資金有望繼續穩健流入中國債券市場。

在岸企業債券市場繼續出現信貸差異化。中國政府重申要壓抑地方政府隱性債務的立場，地方政府融資平台面臨更多再融資限制。因此，我們認為實力較弱且具有大額到期債務的地方政府融資平台的違約風險將會增加。

亞洲投資級別債券

去年第四季度，亞洲投資級別債券錄得+0.1%回報，2021年全年則持平。息差壓縮（2021年為-35個基點）及票息回報大致被

美國國債利率變動所抵銷。由於市場對華融的憂慮加劇，加上針對傳統上具防禦性的科技、媒體及電訊業，以及能源業的監管出現變動，中國投資級別債券息差在2021年第二季度時大幅擴闊。在政府救助華融、中國化工集團評級上調及降級風險受控後，息差在2021年底前收窄。在中國以外，印度成為市場焦點，而由於該國的復甦強勁，加上兩波疫情對金融系統造成的影響有限，穆迪將其主權債券評級由負面調整為穩定。

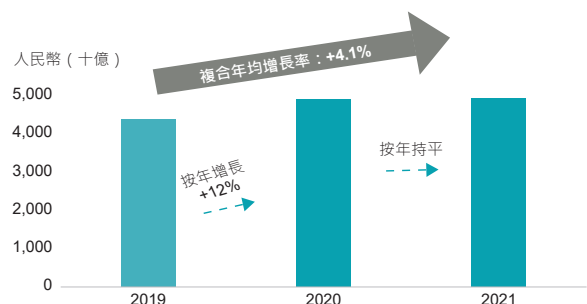
總括而言，美國國債孳息率上漲仍是亞洲投資級別債券的主要隱憂。雖然大部分亞洲投資級別企業債券的基本面應該會維持穩健，而且我們預計中國的「政策衝擊」將較2021年少，但由於信貸息差收窄，我們認為估值並不吸引，在亞洲投資級別企業債券領域上維持偏低配置。

中國房地產債券

鑑於2022年首季/上半年合同銷售額增長可能下跌（2021財政年度持平，圖五）、2021財政年度的盈利較疲弱、受房地產價格下跌造成的整體利潤減少，以及規模龐大的債券到期潮，我們相信2022年首季/上半年對該行業來說仍是備受挑戰的時期。我們預計在3月舉行的全國人民代表大會後，當局會推出更多利好的政策微調措施。鑑於以上因素，我們認為信貸質素在挑選債券時仍然是關鍵。

圖五：2021年合同銷售額增長減弱

2021年中國發展商的合同銷售額按年持平



資料來源：30間中國上市發展商的公司數據，截至2021年12月

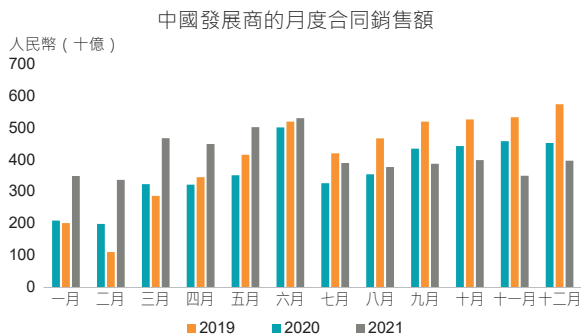
我們認為，由於盈利下跌、盈利能力走弱及下降現金水平，債券估值應已反映多個2021財政年度業績低迷的因素。然而，由於未來

的合同銷售額遠低於預期（2021年下半年明顯放緩，圖六）、審計相關問題導致2021財政年度業績出乎意料地欠佳及出現更多債務交換個案，市場波動性將維持高企。房產稅可能在2022年實施，或將影響買家情緒。

值得注意的是，中央政治局在12月的會議期間改變高層政策立場，房地產行業對此反應正面，隨後當局採取一些寬鬆政策，包括放寬按揭貸款的審批及鼓勵銀行向國有或優質發展商在項目併購提供貸款（這並不會包括在「三條紅線」的計算內）。

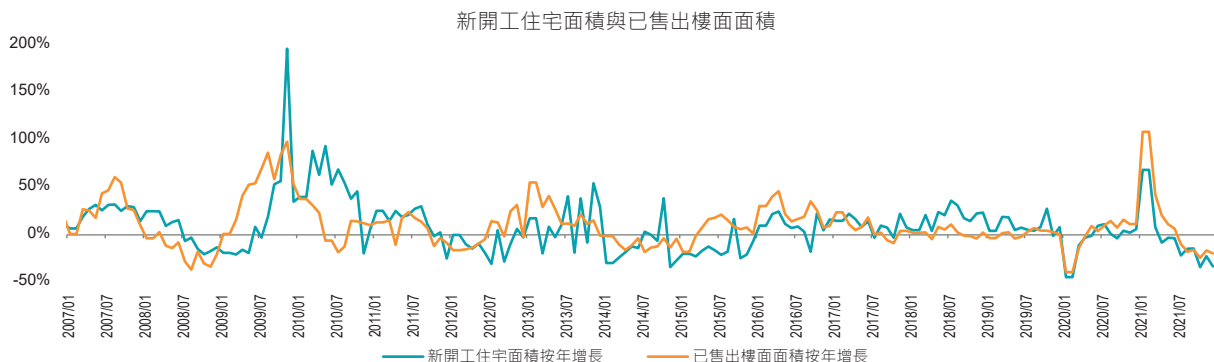
市場預計當局將推出的額外措施包括可能放寬預售帳戶下的受限制資金。我們認為，任何此類放寬將因地區而異（規例較嚴格的地區或有所放寬），而在恒大事件發生以後，及時交付項目仍將是首要任務，特別是較三線城市。總括而言，由於執行寬鬆措施需時，措施可能需要三到六個月才能對實體房地產市場產生正面影響。長遠而言，我們預計實力較穩健的發展商應能在該行業進一步萎縮的情況下而提升市場佔有率。

圖六：月度合同銷售額



資料來源：30間中國上市發展商的公司數據，截至2021年12月

圖七：2021年住宅銷售額達到高峰水平

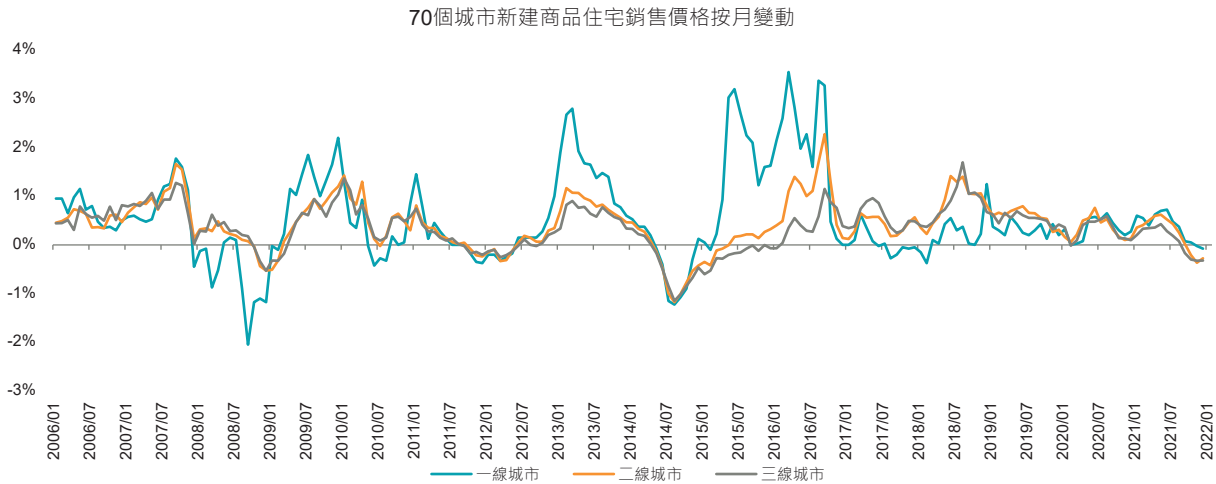


資料來源：瑞銀研究，截至2022年1月26日

2021年第四季度，因政策調整及違約風險上升，房地產高收益債券回報錄得18.3%跌幅（2021年全年跌幅為32%）。我們認為，現時此行業的價格已經反映了大部分下行風險及無政策放鬆的預期。隨著信貸差異化持續，土地收購速度在未來幾季會傾向放緩，我們偏好短期再融資需求較低、土地儲備可支持開發年期相對較好的發展商。就我們密切關注的20間主要發展商而言，我們預計它們的在岸及離岸債券再融資需求會在今年3月及4月見頂，金額分別達56億美元及63億美元，隨後在5月及6月逐漸減少至19億美元及28億美元。此水平將在7月至8月上升，因此再融資壓力仍然沉重。我們減持了一些偏離指數、極為倚重離岸債券市場和土地儲備可支持開發年期較短的發展商。

2021年，新房屋銷售額價值達到高峰（圖七），而我們預計此水平會在2022年按年下跌約10至15%。由於基數較高、目前銷售運行率疲弱，以及新推出項目減少，2022年上半年銷售額的按年跌幅可能更顯著，達20至30%。此外，2021年下半年至2022年上半年期間新開工數量下跌。因為基數較低及政策放寬的影響才開始發揮作用，銷售情況應該在2022年下半年才會開始穩定。鑑於發展商的流動性壓力持續，並且需要更多的價格刺激措施，我們預計2022年全國房地產價格將進一步下跌。參考上一次2014/15年的下行週期（圖八），更多土地流拍意味今年上半年房屋新開工面積將會減少，但隨著銷售回升，跌幅將於今年下半年微幅收窄。

圖八：房地產價格自2021年下半年起下跌



資料來源：瑞銀研究，截至2022年1月26日

澳門博彩債券

去年第四季度，澳門博彩債券錄得-2.0%回報（2021年全年錄得-2.8%回報）。由於政府打擊博彩中介公司，加上中國高收益債券整體偏軟，澳門博彩業的表現落後。2021年，博彩業的總收入維持在疫情前30%的水平。

然而，當局於2022年1月中宣布博彩法修訂草案後，監管方面的不確定性有所減少。政府建議發出最多六個博彩牌照，牌照期限為十年（最多可續期三年）。當局最近澄清稅率將維持不變，而博彩公司的董事局亦無需引入政府代表，市場對此消息反應正面。下一宗值得注意的事件將是博彩特許權的重新公開招標，相關過程所需時間有可能較2022年6月的博彩特許權屆滿日期為長。然而，我們預計目前博彩公司的牌照將獲短暫延長，直至公開招標的過程完成。

踏入2022年，由於特許權不獲續期的風險偏低，我們認為澳門重開邊境將繼續是博彩業債券的關鍵推動因素。儘管大部分博彩公司的流動性緩衝足以應付未來12至18個月的需要，但對於博彩公司的盈利復甦及能否保持目前信貸評級相當重要，澳門邊境開放與否亦起到了舉足輕重的作用。該行業能在中國高收益債券中發揮分散投資的作用。鑑於我們預計部分博彩公司需要集資以應付資本開支需要，新債發行將帶來投資機遇。相關風險將是持續的跨境限制措施及政府干預增加。

大宗商品債券

金屬及採礦高收益債券在2021年第四季度表現理想，錄得+1.1%總回報（2021年全年錄得+10.8%總回報）。鑑於大宗商品價格將繼續在2022年維持，相關債券可作分散投資部署。中國增長放緩及房地產銷售可能拖累大宗商品的表現，但中期而言，我們認為近期的政策放寬將利好大宗商品價格。供應擔憂亦是支撐大宗商品週期的關鍵因素。