

固定收益投资展望 2021年第三季度

报告摘要：政策带动市场气氛

疫苗普及和各类防疫措施逐渐松绑，令环球经济重现增长。但近期德尔塔 (Delta) 变种病毒扩散和去年低基数效应减退，或引致增速放缓，但我们认为，全球经济增长趋势有望持续。目前的全球信贷息差已反映经济复苏和良性违约率，未来数个季度，我们将密切关注：一、联储局就货币政策正常化和缩表立场是否有任何重大转变；二、在中国经济增长放缓之下，中国趋于收紧状态的在岸融资环境的任何变化。

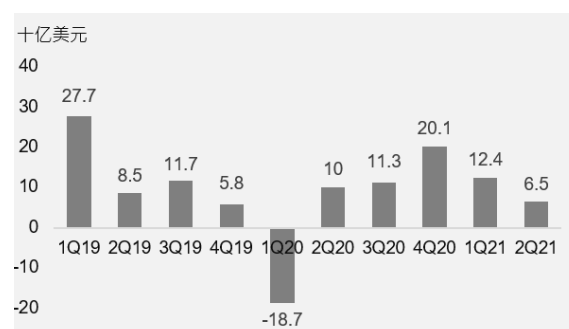
鉴于美国通胀上升主要是由市场受压需求释放和供应链短缺导致，而美国劳工市场尚未恢复正常，我们预计美国于近期加息的机会较低。即便如此，我们认为联储局鸽派政策立场的突变或会引发固定收益市场情绪逆转，因此我们对联储局的缩减时间表持谨慎取态。美国十年期国债孳息率于今年第二季度经历整固后，尽管经济增长趋于正常化，但在年底之前，仍有上升空间，而且短期内，美国加息的机会依然较低。现时，市场预计到2023年可能会有一至两次加息。

至于中国，近期存款准备金率下调，反映央行支持流动性和维持较低融资成本的用意。信贷脉冲下降可帮助控制金融风险，同时随着中国经济增长动力减弱，在岸国债收益率年初至今下降11个基点至3%，并将维持在较低水平。

大宗商品因持续供求失衡引发的上涨周期，于下半年或迎来转变。但现时预期大宗商品价格将出现大幅调整，尚言之过早。经济增速虽有所放缓，但仍保持增长。大宗商品价格的稳定，加上美元走强，将继续利好新兴市场信贷资产和资金流动。

亚洲经济的复苏前景和可控的违约率，均为亚洲美元债券市场提供支持。此外，由于价格已经反映中国收紧货币政策的影响，亚洲高收益美元债券的价格仍有空间回归均值，对寻求更高收益的大量流动性资金而言具吸引力，环球资金对亚洲高收益美元债券的需求或将增加（图一）。

图一：新兴市场美元债券基金年初至今录得稳定资金流入



数据源：EPFR数据，截至2021年7月20日

总括而言，我们认为亚洲高收益债券的吸引力，较亚洲投资级别债券和美国高收益债券为高（图二和图三）。上半年摩根大通亚洲投资级信用指数（「亚洲投资级指数」）息差收紧22个基点，而摩根大通亚洲高收益信用指数（「亚洲高收益指数」）的息差则扩大42个基点；同期，受惠于

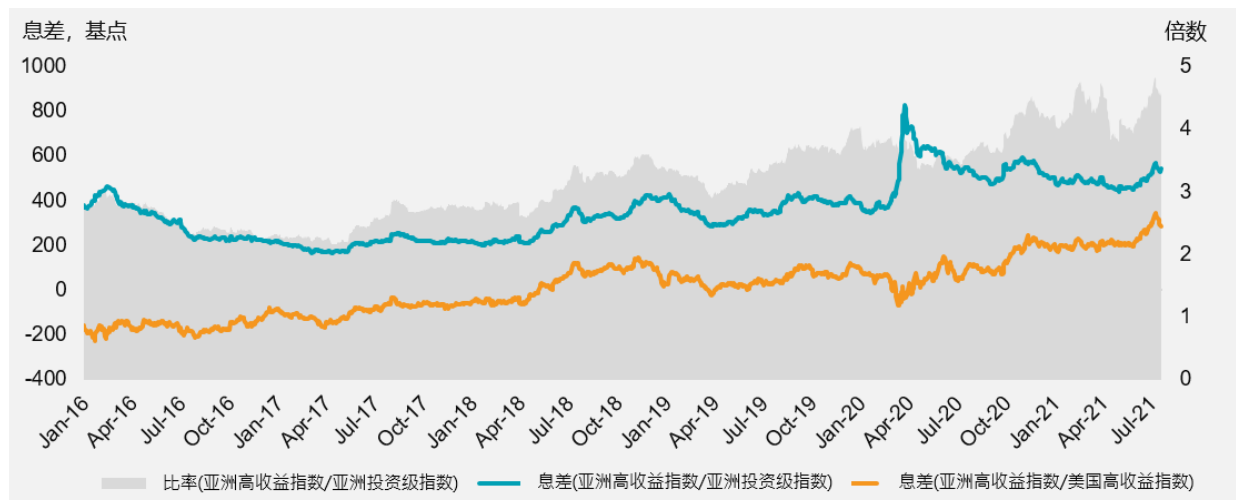
稳定的票息收益，亚洲高收益指数的表现较佳，录得1.3%涨幅，相对地，由于十年期美国国债利率于第二季度出现下跌，亚洲投资级指数于上半年整体录得0.5%跌幅。具体而言，消费板块债券和国家主权债券较受在岸紧缩政策影响较大的房地产债券而言表现更佳。

图二：中国高收益债券息差较过去五年均值高约2个标准偏差



数据源：摩根大通亚洲高收益信用指数，巴克莱中国高收益债券指数，截至2021年7月20日

图三：亚洲高收益指数较亚洲投资级指数和美国高收益指数更具吸引力



数据源：彭博数据，截至2021年7月20日

关注特殊事件

在货币政策变动之外，下半年市场的关注焦点或会聚焦在个别特殊事件上。预计下半年市场情绪可能较为敏感，我们将坚持自下而上的债券挑选方法，偏好质素更佳的债券，并将密切关注下列事件：

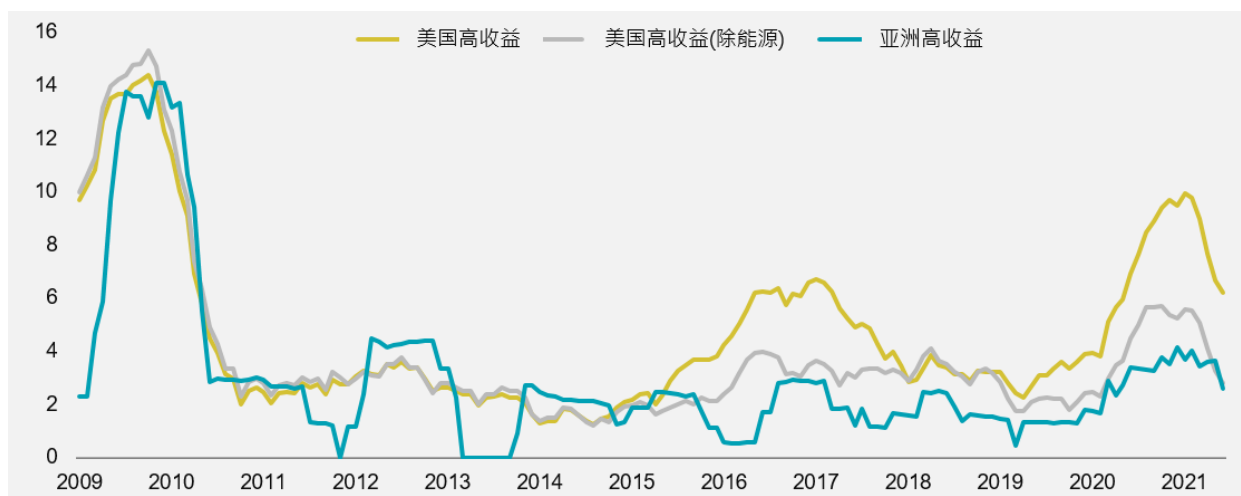
- 1) 华融会否在2021年8月底前公布2020财政年度业绩，以避免发生违约；政府是否会支持相关国企以解决商誉风险？是否有解决相关离岸债券到期问题的具体计划？
- 2) 恒大规模庞大的应付帐款问题将如何处理？是否会引发债务重组？

金融风险蔓延已经得到有效控制，基本面良好且声誉较好的企业仍能发行债券。但在这些事件发展方向更为明确之前，市况仍然会较为波动。虽然可能产生溢出效应，但此类事件应当不会加速离岸债券市场系统性的违约风险（图四）。从指数占比来看，华融于摩根大通亚洲信贷综合指数中的比重为1%，恒大于亚洲高收益指数中的比重为3.9%（于综合指数中的比重为0.9%）。

在债券估值已经有所改变的情况下，影响应当可控。亚洲投资级别债券的降级风险亦处于低位。年初至今强劲的房地产预售收入，提高了房地产企业的现金流储备，同时下半年中国房地产企业的离岸债券再融资需求有所放缓（下半年：170亿美元；上半年：230亿美元），皆有助于缓解亚洲投资级别债券的信贷评级恶化风险。

长线来看，我们认为中国平衡经济增长和风险控制的政策目标，是为了创造更健康的信贷环境。为抵消中国房地产债券的风险敞口，我们增持大宗商品和消费相关债券以增强投资组合的防御性。

图四：亚洲高收益债券违约率稳定



数据源：美银研究，截至2021年6月30日；违约率=过去12个月违约发行人数量/期初发行人总量

行业观点

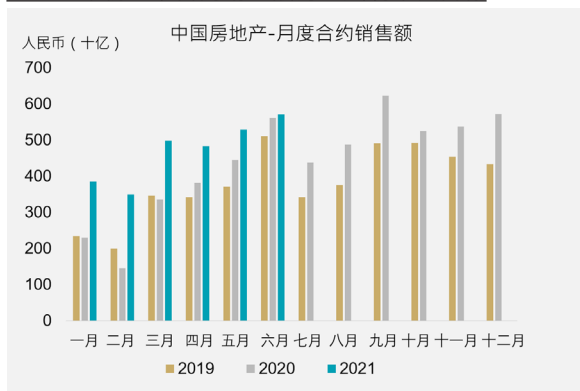
中国在岸债券市场

今年大部分时间，中国在岸收益率一直维持在3.1%以上，但央行于7月9日下调存款准备金率令收益率降至2.9%。存款准备金率下调表明中国央行更倾向于采取稳健的货币政策，为银行提供长期资金，而非增加整体流动性。

短期内中国不会为推动GDP增长，而采取激进的财政刺激措施。由于出口不确定性上升和投资放缓，今年下半年不排除央行再次下调存款准备金率的可能性。随着市场对更加宽松的政策环境和经济增长正常化的预期加强，下半年在岸收益率料将持续下降。

在岸信贷市场的违约规模仍然较高，但违约机构的数量呈下降趋势。其中，国有企业违约规模有所增长，而民营企业违约规模则有所减少。随着中国经济从追求增长转向追求资本效率，对违约事件的容忍度有所提高，该趋势或会持续。尽管如此，我们认为政府仍会选择性的推出支持政策，以避免违约事件大范围爆发。在此环境下，我们更为关注受到市场影响但仍拥有较好基本面的企业，同时由于再融资风险较高，我们对实力较弱的商业化地方政府融资平台保持审慎态度。

图五：年初至今合同销售额有望实现年度目标



数据源：28间上市中国发展商的公司数据，截至2021年6月

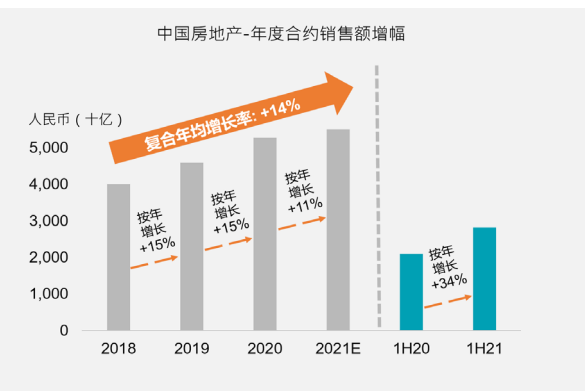
亚洲投资级别债券

亚洲投资级别债券在首季表现不佳，第二季度随着美国利率变动有所反弹，年初至今录得0.5%的跌幅。尽管中国的反垄断监管风险依然存在，中美关系持续紧张，但信贷息差整体趋向紧缩，反应债券降级风险较低。印度尼西亚新冠病毒确诊病例增加以及疫苗接种率较低，将对经济复苏构成下行压力，使得财政重整暂停，政策正常化或会推迟至2022年。全球贸易增长放缓和对联储局缩减的担忧，为新兴市场货币带来一定压力。

印尼盾在年底之前或会持续受压，贬值压力或会阻碍印尼央行降息。因此，我们预计印尼减息的机会不大。自2020年6月以来，穆迪和惠誉对印度主权债一直维持负面评级展望，疲弱的经济增长和金融体系下行风险是下调评级的主要因素。评级机构或会保持耐性，因为虽然印度的封城措施减少，但其经济增长前景仍不明朗，即使通胀率已处于高位，但仍有可能迫使印度储备银行维持鸽派立场。

基于市场对下半年及未来一段时间美国国债利率上升的预期，提前再融资需求有可能推高亚洲投资级别债券的供给。总括而言，我们认为息差压缩的空间很小，在美国国债利率可能上升的前景下，我们对亚洲投资级别债券维持较低的资金配置。

图六：上半年合同销售额按年增长良好



中国房地产债券

我们追踪的28家中国上市发展商，上半年合同销售额按年增长34%，保持在健康水平（2021年首季因基数较低，按年增幅高达73%）（图五和图六）。相较于上一次的下行周期（图七），上半年这些发展商的整体库存周转周期保持在健康水平。发展商基本已经完成2021年全年50%的预售目标，是发展商现金流的关键来源。然而，「三道红线」政策出台后，土地销售政策集中，整体资金收紧，加上未合并财报的合资/联营企业项目增加，引发土地价格上涨和土地收购速度放缓，2021年房地产发展商整体将继续面对收入增长放缓和利润空间压缩的局面。但在大湾区和城市重建项目上具有竞争优势的发展商，将维持较佳的利润率。

除此之外，令人欣慰的是：1) 年初至今，预售目标达标，现金回收率将维持在70-80%左右；2) 上半年，发展商为保持流动性（土地收购成本约为预售收入的40%），整体采取严谨的土地储备策略，由于下半年融资环境趋紧，我们预计或有更多发展商采取这一策略；3) 相较上半年，下半年发展商的债券再融资需求增速料将放缓（2021年下半年离岸债券发行规模预计为170亿美元，2021财年全年为400亿美元；2021年下半年在岸债券发行规模为200亿美元，2021财年

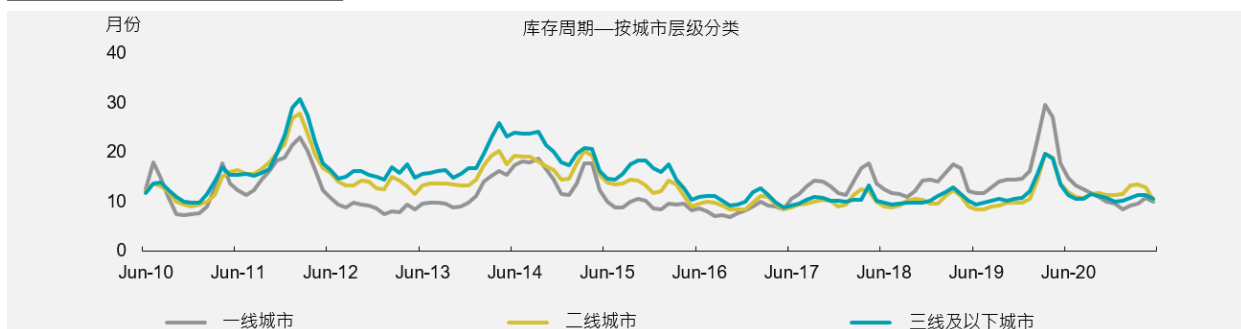
全年为500亿美元）。若无法透过发行在岸债券进行再融资，发展商或会透过资产处置来进行融资。

由于中国货币政策收紧直接影响房地产行业，上半年中国房地产债券录得2.3%的跌幅。自2021年6月以来，B评级和BB评级的债券收益率由年初的3%增长至6-7%。华夏幸福和四川蓝光的违约事件、以及禹洲地产营收意外锐减事件，皆打击了市场情绪。

我们认为部分估值具吸引力的B评级和高风险B评级债券具有投资价值。尽管下半年中国经济增长或将逐步正常化，房地产行业亦将面临偏紧的政策环境，但土地储备质素较佳和财务管理审慎的发展商，应能安然渡过此次行业周期。我们认为如果恒大无须经历重大重组即可解决困局，以及中国在岸融资环境改善或会压缩房地产债券收益率。

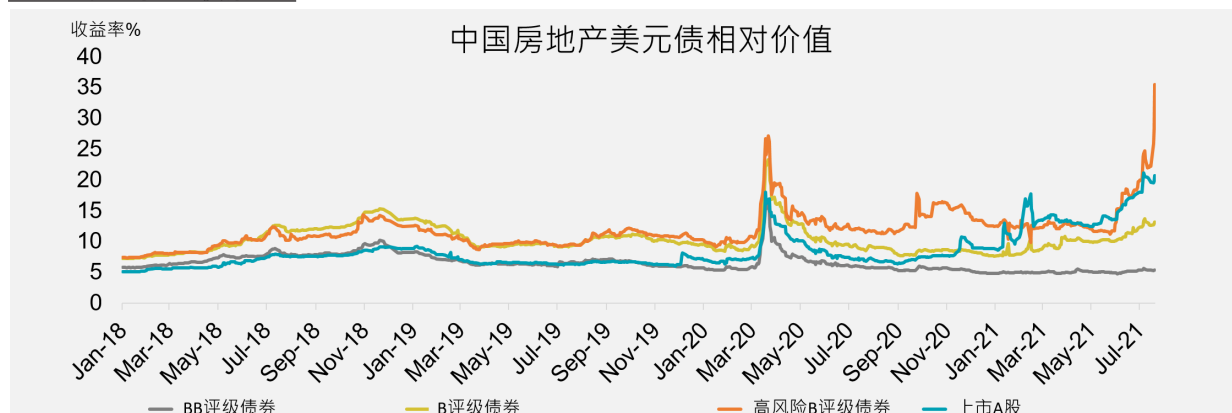
鉴于发展商盈利能力下降，我们更为关注其土地储备质素，并特别留意合同负债对比营收较低的债券发行人，偏好具备以下特质的发展商：1) 能够继续利用在岸融资渠道进行融资；2) 将财务纪律和流动性管理的优先等级置于增长之上；3) 有较高销售执行力并能维持健康的现金回收率；4) 较低表外负债。

图七：发展商库存水平保持稳定



数据源：CREIS；销售库存比率=当前库存/过去六个月的平均销售额。截至2021年6月

图八：中国房地产债券估值



中国工业债券

上半年，中国工业债券的表现与指数回报一致，随着资金流出房地产债券后寻求多元化投资项目，工业债券技术性走强，导致估值偏紧。多数发行人已经利用市场窗口发行债券来满足再融资需求，导致信用评级普遍上调。

企业基本面将继续受惠于盈利反弹和大宗商品价格上涨趋势。为把握经济持续复苏的机遇，我们增持了部分消费和大宗商品相关的债券。

澳门相关债券

受惠于中国内地与澳门之间放宽跨境旅行限制，上半年博彩行业表现亮眼，回报为2.2%。同时，博彩债券发行人准备了应对现金耗尽风险的缓冲资金，并采取措施延长债券的存续期。

未来数个季度，随着中国内地、澳门和香港更广泛地接种疫苗，边境管控措施可望进一步放宽，下半年博彩行业收入有机会继续增长。

另一个需要关注的重要事件是博彩特许权续期，现时所有特许经营权将于2022年6月到期，而澳门特区政府尚未公布公众咨询议程表或续约计划。

因此，我们预期整个续期过程，从公众咨询、法律

修订到投标，可能耗时一至两年。临时特许权延期或许是一个过渡解决方案。

大宗商品债券

年初至今，金属和采矿业的表现不俗，回报为7.2%。需求复苏、资本投资不足，以及对冲通胀的需求，都为大宗商品的上升周期提供支持。下半年若供求失衡情况有所改善，我们需要留意市场会否出现调整迹象。

下半年大宗商品可能面对的阻力，包括中国基础设施和房地产行业需求进一步放缓。大宗商品价格上涨应有助于发行人提高营收，以及降低杠杆率。与中国工业债券类似，我们偏好继续持有此类有助风险敞口多样化的债券资产。

主权高收益债券

上半年，在斯里兰卡主权债的驱动下，主权高收益债券表现亮眼，录得10%回报。斯里兰卡从国际货币基金组织获得7.92亿美元的特别提款权拨款，并从中国央行、印度储备银行和孟加拉国获得多种货币互换贷款。展望未来，我们认为该国信贷状况仍有变数，因为现时斯里兰卡有25亿美元的美债即将到期。我们将继续监测未来18个月该国管理短期债务的能力，并留意其是否有意向国际货币基金组织寻求资金支持。

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：
惠理基金管理香港有限公司

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

马来西亚办事处：
Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

Level 28, Integra Tower The Intermark,
348 Jalan Tun Razak, Kuala Lumpur
Malaysia 50400

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

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

伦敦办事处：
Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street, London W1J 8DZ,
United Kingdom