

固定收益投資展望 2021年第三季度

報告摘要：政策帶動市場氣氛

疫苗普及和各類防疫措施逐漸鬆綁，令環球經濟重現增長。但近期德爾塔（Delta）變種病毒擴散和去年低基數效應減退，或引致增速放緩，但我們認為，環球經濟增長趨勢有望持續。目前的全球信貸息差已反映經濟復甦和良性違約率，未來數個季度，我們將密切關注：一、聯儲局就貨幣政策正常化和縮表立場是否有任何重大轉變；二、在中國經濟增長放緩之下，中國趨於收緊狀態的在岸融資環境的任何變化。

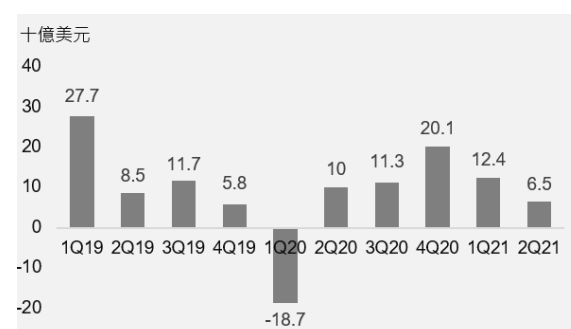
鑒於美國通脹上升主要是由市場受壓需求釋放和供應鏈短缺導致，而美國勞工市場尚未恢復正常，我們預計美國於近期加息的機會較低。即便如此，我們認為聯儲局鴿派政策立場的突變或會引發固定收益市場情緒逆轉，因此我們對聯儲局的縮減時間表持謹慎取態。美國十年期國債孳息率於今年第二季度經歷整固後，儘管經濟增長趨於正常化，但在年底之前，仍有上升空間，而且短期內，美國加息的機會依然較低。現時，市場預計到2023年可能會有一至兩次加息。

至於中國，近期存款準備金率下調，反映央行支持流動性和維持較低融資成本的用意。信貸脈衝下降可幫助控制金融風險，同時隨著中國經濟增長動力減弱，在岸國債收益率年初至今下降11個基點至3%，並將維持在較低水平。

大宗商品因持續供求失衡引發的上漲周期，於下半年或迎來轉變。但現時預期大宗商品價格將出現大幅調整，尚言之過早。經濟增速雖有所放緩，但仍保持增長。大宗商品價格的穩定，加上美元走強，將繼續利好新興市場信貸資產和資金流動。

亞洲經濟的復甦前景和可控的違約率，均為亞洲美元債券市場提供支持。此外，由於價格已經反映中國收緊貨幣政策的影響，亞洲高收益美元債券的價格仍有空間回歸均值，對尋求更高收益的大量流動性資金而言具吸引力，環球資金對亞洲高收益美元債券的需求或將增加（圖一）。

圖一：新興市場美元債券基金年初至今錄得穩定資金流入

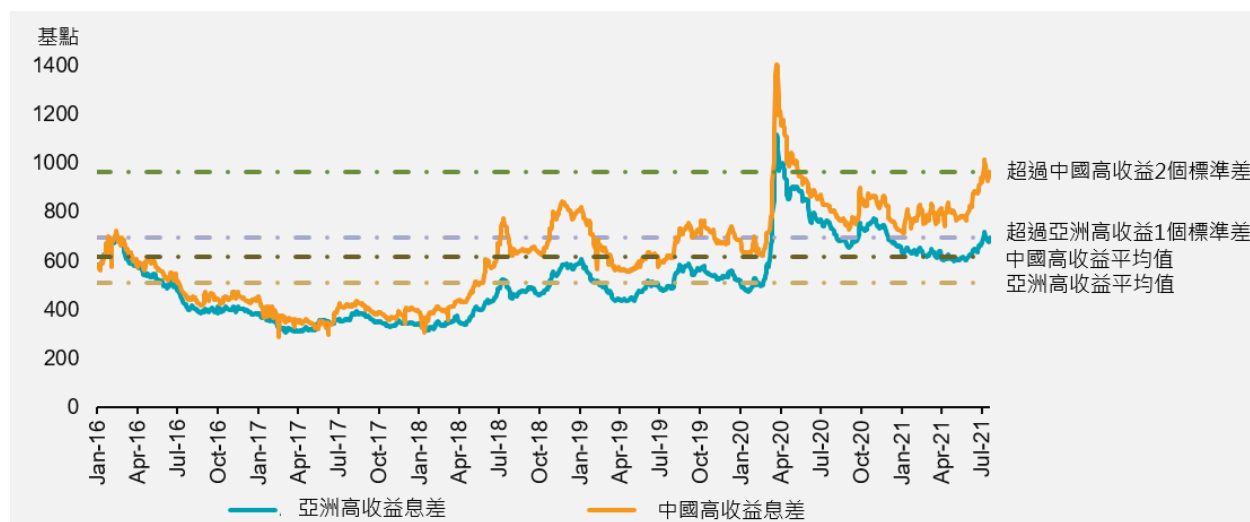


資料來源：EPFR數據，截至2021年7月20日

總括而言，我們認為亞洲高收益債券的吸引力，較亞洲投資級別債券和美國高收益債券為高（圖二和圖三）。上半年摩根大通亞洲投資級信用指數（「亞洲投資級指數」）息差收緊22個基點，而摩根大通亞洲高收益信用指數（「亞洲高收益指數」）的息差則擴大42個基點；同期，受惠於

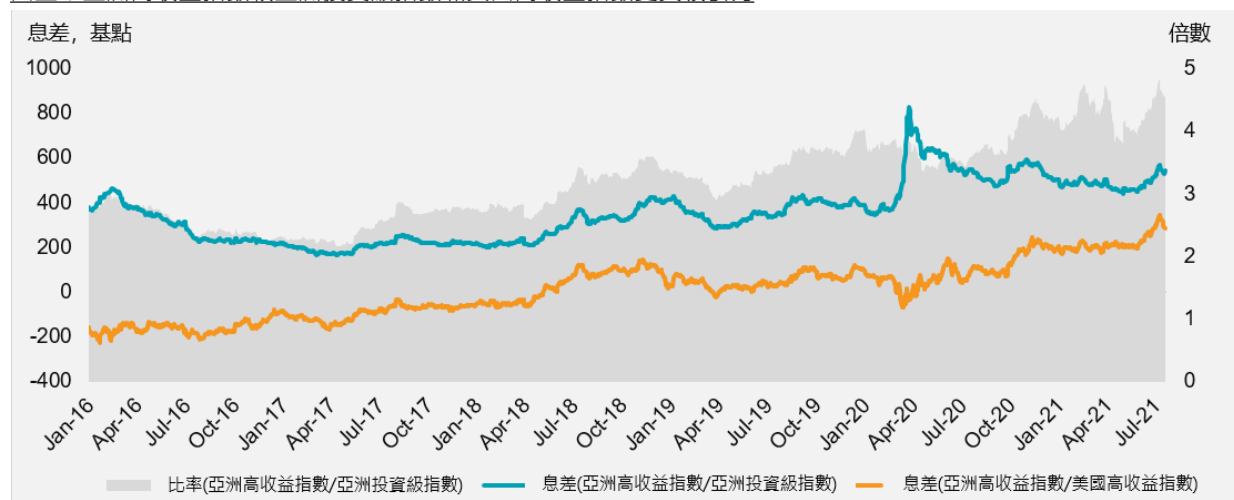
穩定的票息收益，亞洲高收益指數的表現較佳，錄得1.3%漲幅，相對地，由於十年期美國國債孳息率於第二季度出現下跌，亞洲投資級指數於上半年整體錄得0.5%跌幅。具體而言，消費板塊債券和國家主權債券較受在岸緊縮政策影響較大的房地產債券而言表現更佳。

圖二：中國高收益債券息差較過去五年均值高約2個標準差



資料來源：摩根大通亞洲高收益信用指數，巴克萊中國高收益債券指數，截至2021年7月20日

圖三：亞洲高收益指數較亞洲投資級指數和美國高收益指數更具吸引力



資料來源：彭博數據，截至2021年7月20日

關注特殊事件

在貨幣政策變動之外，下半年市場的關注焦點或會聚焦在個別特殊事件上。預計下半年市場情緒可能較為敏感，我們將堅持自下而上的債券挑選方法，偏好質素更佳的債券，並將密切關注下列事件：

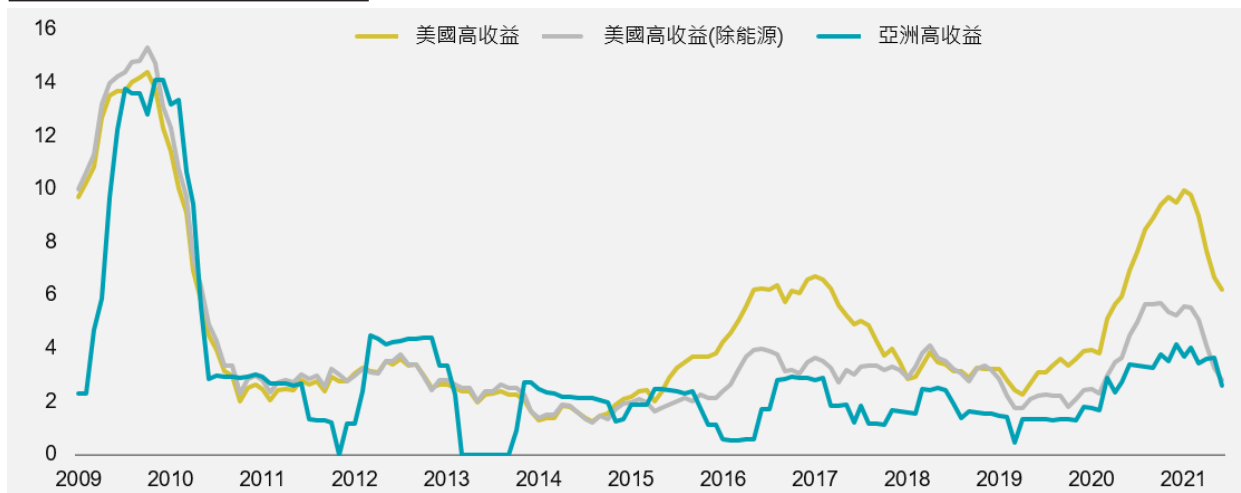
- 1) 華融會否在2021年8月底前公佈2020財政年度業績，以避免發生違約；政府是否會支援相關國企以解決商譽風險？是否有解決相關離岸債券到期問題的具體計劃？
- 2) 恆大規模龐大的應付帳款問題將如何處理？是否會引發債務重組？

金融風險蔓延已經得到有效控制，基本面良好且聲譽較好的企業仍能發行債券。但在這些事件發展方向更為明確之前，市況仍然會較為波動。雖然可能產生溢出效應，但此類事件應當不會加速離岸債券市場系統性的違約風險（圖四）。從指數佔比來看，華融於摩根大通亞洲信貸綜合指數中的比重為1%，恆大於亞洲高收益指數中的比重為3.9%（於綜合指數中的比重為0.9%）。

在債券估值已經有所改變的情況下，影響應當可控。亞洲投資級別債券的降級風險亦處於低位。年初至今強勁的房地產預售收入，提高了房地產企業的現金流儲備，同時下半年中國房地產企業的離岸債券再融資需求有所放緩（下半年：170億美元；上半年：230億美元），皆有助於緩解亞洲投資級別債券的信貸評級惡化風險。

長線來看，我們認為中國平衡經濟增長和風險控制的目標，是為了創造更健康的信貸環境。為抵消中國房地產債券的風險敞口，我們增持大宗商品和消費相關債券以增強投資組合的防禦性。

圖四：亞洲高收益債券違約率穩定



資料來源：美銀研究，截至2021年6月30日；違約率=過去12個月違約發行人數量/期初發行人總量

行業觀點

中國在岸債券市場

今年大部分時間，中國在岸收益率一直維持在3.1%以上，但央行於7月9日下調存款準備金率令收益率降至2.9%。存款準備金率下調表明中國央行更傾向於採取穩健的貨幣政策，為銀行提供長期資金，而非增加整體流動性。

短期內中國不會為推動GDP增長，而採取激進的財政刺激措施。由於出口不確定性上升和投資放緩，今年下半年不排除央行再次下調存款準備金率的可能性。隨著市場對更加寬鬆的政策環境和經濟增長正常化的預期加強，下半年在岸收益率料將持續下降。

在岸信貸市場的違約規模仍然較高，但違約機構的數量呈下降趨勢。其中，國有企業違約規模有所增長，而民營企業違約規模則有所減少。隨著中國經濟從追求增長轉向追求資本效率，對違約事件的容忍度有所提高，該趨勢或會持續。儘管如此，我們認為政府仍會選擇性的推出支援政策，以避免違約事件大範圍爆發。在此環境下，我們更為關注受到市場影響但仍擁有較好基本面的企業，同時由於再融資風險較高，我們對實力較弱的商業化地方政府融資平台保持審慎態度。

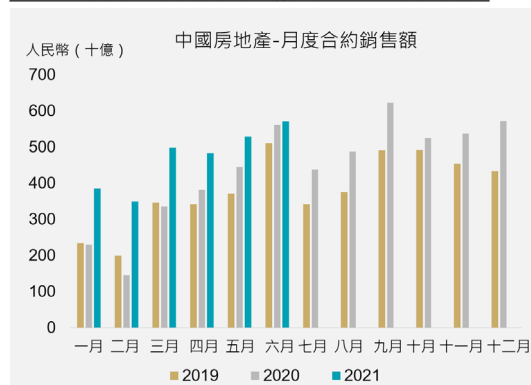
亞洲投資級別債券

亞洲投資級別債券在首季表現不佳，第二季度隨著美國利率變動有所反彈，年初至今錄得0.5%的跌幅。儘管中國的反壟斷監管風險依然存在，中美關係持續緊張，但信貸息差整體趨向緊縮，反應債券降級風險較低。印尼新冠病毒確診病例增加以及疫苗接種率較低，將對經濟復甦構成下行壓力，使得財政重整暫停，政策正常化或會推遲至2022年。全球貿易增長放緩和對聯儲局縮減的擔憂，為新興市場貨幣帶來一定壓力。

印尼盾在年底之前或會持續受壓，貶值壓力或會阻礙印尼央行降息。因此，我們預計印尼減息的機會不大。自2020年6月以來，穆迪和惠譽對印度主權債一直維持負面評級展望，疲弱的經濟增長和金融體系下行風險是下調評級的主要因素。評級機構或會保持耐性，因為雖然印度的封城措施減少，但其經濟增長前景仍不明朗，即使通脹率已處於高位，但仍有可能迫使印度儲備銀行維持鴿派立場。

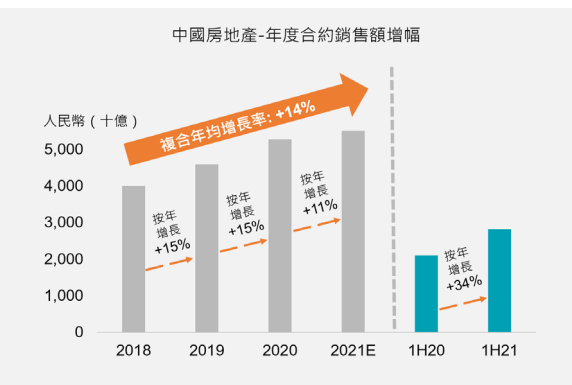
基於市場對下半年及未來一段時間美國國債孳息率上升的預期，提前再融資需求有可能推高亞洲投資級別債券的供給。總括而言，我們認為息差壓縮的空間很小，在美國國債孳息率可能上升的前景下，我們對亞洲投資級別債券維持較低的資金配置。

圖五：年初至今合同銷售額有望實現年度目標



資料來源：28間上市中國發展商的公司數據，截至2021年6月

圖六：上半年合同銷售額按年增長良好



中國房地產債券

我們追蹤的28家中國上市發展商，上半年合同銷售額按年增長34%，保持在健康水平（2021年首季因基數較低，按年增幅高達73%）（圖五和圖六）。相較於上一次的下行週期（圖七），上半年這些發展商的整體庫存周轉週期保持在健康水平。發展商基本已經完成2021年全年50%的預售目標，是發展商現金流的關鍵來源。然而，「三道紅線」政策出台後，土地銷售政策集中，整體資金收緊，加上未合併財報的合資/聯營企業項目增加，引致土地價格上漲和土地收購速度放緩，2021年房地產發展商整體將繼續面對收入增長放緩和利潤空間壓縮的局面。但在大灣區和城市重建項目上具有競爭優勢的發展商，將保持較好的利潤率。

除此之外，令人較為安慰的是：1）年初至今，預售目標達標，現金回收率料將維持在70-80%左右；2）上半年，發展商為保持流動性（土地收購成本約為預售收入的40%），整體採取嚴謹的土地儲備策略，由於下半年融資環境趨緊，我們預計或有更多發展商採取這一策略；3）相較上半年，下半年發展商的債券再融資需求增速料將放緩（2021年下半年離岸債券發行規模預計為170億美元，2021財年全年為400億美元；2021年下半年在岸債券發行規模為200億美元，2021財年

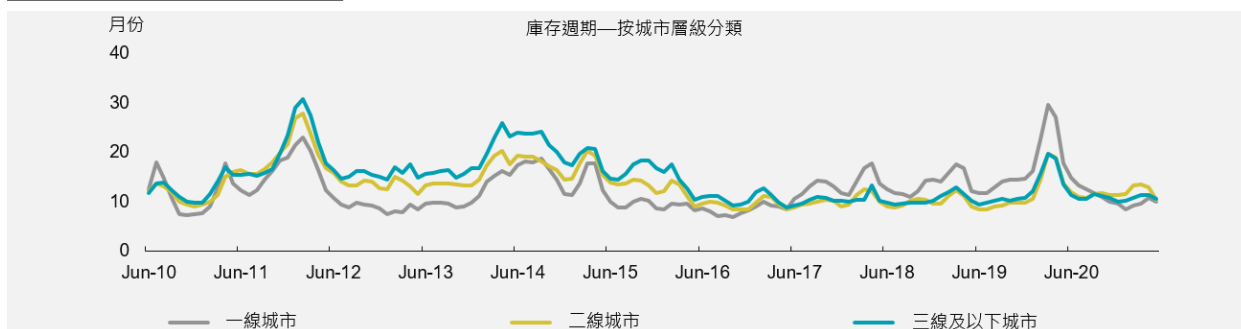
全年為500億美元）。若無法透過發行在岸債券進行再融資，發展商或會透過資產處置來進行融資。

由於中國貨幣政策收緊直接影響房地產行業，上半年中國房地產債券錄得2.3%的跌幅。自2021年6月以來，B評級和BB評級的債券收益率由年初的3%增長至6-7%。華夏幸福和四川藍光的違約事件、以及禹洲地產營收意外銳減事件，皆打擊了市場情緒。

我們認為部分估值具吸引力的B評級和高風險B評級債券具有投資價值。儘管下半年中國經濟增長或將逐步正常化，房地產行業亦將面臨偏緊的政策環境，但土地儲備質素較佳和財務管理審慎的發展商，應能安然渡過此次行業週期。我們認為如果恆大無須經歷重大重組即可解決困局，以及中國在岸融資環境改善或會壓縮房地產債券收益率。

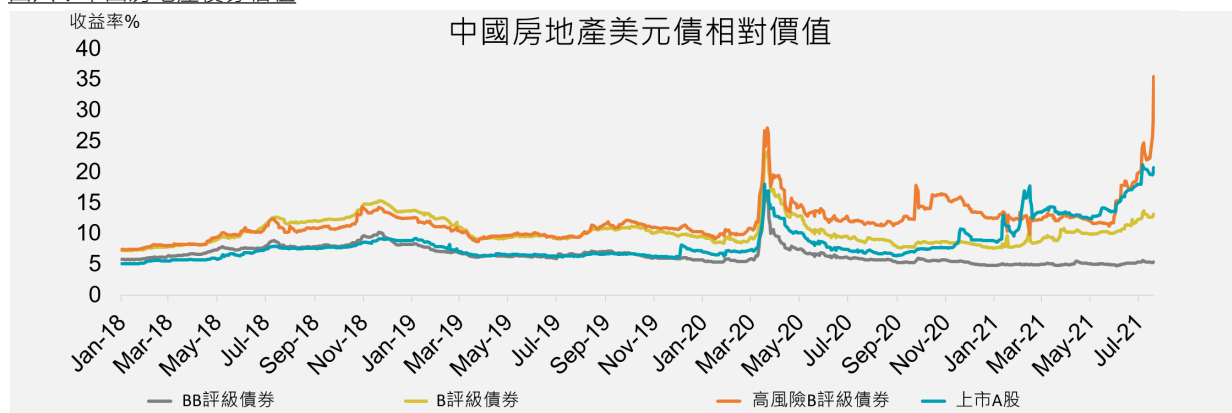
鑒於發展商盈利能力下降，我們更為關注其土地儲備質素，並特別留意合同負債對比營收較低的債券發行人，偏好具備以下特質的發展商：1）能夠繼續利用在岸融資渠道進行融資；2）將財務紀律和流動性管理的優先等級置於增長之上；3）有能力執行銷售並維持健康現金回收率；和4）較低表外負債。

圖七：發展商庫存水平保持穩定



資料來源：CREIS；銷售庫存比率=當前庫存/過去六個月的平均銷售額。截至2021年6月

圖八：中國房地產債券估值



中國工業債券

上半年，中國工業債券的表現與指數回報一致，隨著資金流出房地產債券後尋求多元化投資項目，工業債券技術性走強，導致估值偏緊。多數發行人已經利用市場窗口發行債券來滿足再融資需求，導致信用評級普遍上調。

企業基本面將繼續受惠於盈利反彈和大宗商品價格上漲趨勢。為把握經濟持續復甦的機遇，我們增持了部分消費和大宗商品相關的債券。

澳門相關債券

受惠於中國內地與澳門之間的跨境旅行限制放寬，上半年博彩行業表現亮眼，回報為2.2%。同時，博彩債券發行人準備了應對現金耗盡風險的緩衝資金，並採取措施延長債券的存續期。

未來數個季度，隨著中國內地、澳門和香港更廣泛地接種疫苗，邊境管控措施可望進一步放寬，下半年博彩行業收入有機會繼續增長。

另一個需要關注的重要事件是博彩特許權續期，現時所有特許經營權將於2022年6月到期，而澳門特區政府尚未公佈公眾諮詢議程表或續約計劃。

因此，我們預期整個續期過程，從公眾諮詢、法律

修訂到投標，可能耗時一至兩年。臨時特許權延期或許是一個過渡解決方案。

大宗商品債券

年初至今，金屬和採礦業的表現不俗，回報為7.2%。需求復甦、資本投資不足，以及對沖通脹的需求，都為大宗商品的上升週期提供支持。下半年若供求失衡情況有所改善，我們需要留意市場會否出現調整跡象。

下半年大宗商品可能面對的阻力，包括中國基礎設施和房地產行業需求進一步放緩。大宗商品價格上漲應有助於發行人提高營收，以及降低槓桿率。與中國工業債券類似，我們偏好繼續持此類有助風險敞口多樣化的債券資產。

主權高收益債券

上半年，在斯里蘭卡主權債的驅動下，主權高收益債券表現亮眼，錄得10%回報。斯里蘭卡從國際貨幣基金組織獲得7.92億美元的特別提款權撥款，並從中國央行、印度儲備銀行和孟加拉國獲得多種貨幣互換貸款。展望未來，我們認為該國信貸狀況仍有變數，因為現時斯里蘭卡有25億美元的美元債券即將到期。我們將繼續監測未來18個月該國管理短期債務的能力，並留意其是否有意向國際貨幣基金組織尋求資金支持。

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



惠理集團



惠理基金

秉承價值投資理念

香港總部：
惠理基金管理香港有限公司

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

馬來西亞辦事處：
Value Partners Asset Management Malaysia Sdn Bhd

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

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

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

倫敦辦事處：
Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street, London W1J 8DZ,
United Kingdom