

2022年第二季 固定收益季度投资展望

报告摘要：宏观不利因素仍然存在

为美国（进一步）加息做好准备

2022年第一季度，由于乌克兰与俄罗斯爆发军事冲突，以及预期美国针对通胀高企的政策正常化步伐加快，市场波动加剧。联储局3月点阵图显示政策利率预测的中位数，表明在2023年底利率见顶即达到2.5至2.8%前，2022年的加息路径将更加激进。大幅加息可能给美国经济增长带来压力，而全球新冠肺炎疫情反覆、供应链中断及大宗商品价格高企削弱需求等因素亦增添压力。我们认为，联储局的主要目标是抑制通胀，因此鹰派基调将保持不变。10年期美国国债孳息迅速升至接近3%（年初至今累涨147个基点）。然而，不排除国债孳息出现收窄整固，这取决于即将公布的通胀数据，以及增长放缓的说法是否逐渐成为焦点。随着量化紧缩政策的推进，以及于5月及6月份召开的议息会议，市场波动不太可能减弱。据联邦基金利率期货显示，截至2022年底，利率最多上升200个基点。

中国经济增长下滑促使政府更适时地出台宽松政策

在3月份，全国人民代表大会会议将2022年国内生产总值(GDP)的增长目标设定为5.5%左右（2021年实际为8.1%），并推出前期基础建设支出、进一步减税、货币及房地产放宽等措施。更多货币宽松政策（可能包括下调政策利率或降低存款准备金率）将出台，以确保充足的流动性及信贷增长获得支持。我们认为，新冠疫情为经济增长带来了下行风险，因此有必要推出更积极的宽松政策。此外，油价上涨、地缘政治冲突及全球需求放缓可能减少中国贸易顺差对GDP的贡献。总体而言，尽管中国2022年上半年的经济增长预计将因新冠疫情导致的封锁而继续放缓，但我们预计中国经济将在2022年下半年因消费回升及房地产销售部分回暖而反弹。鉴于有迹象表明多项政策将同步放宽及信贷收缩已经见底，我们认为房地产行业将在未来几季趋向稳定。

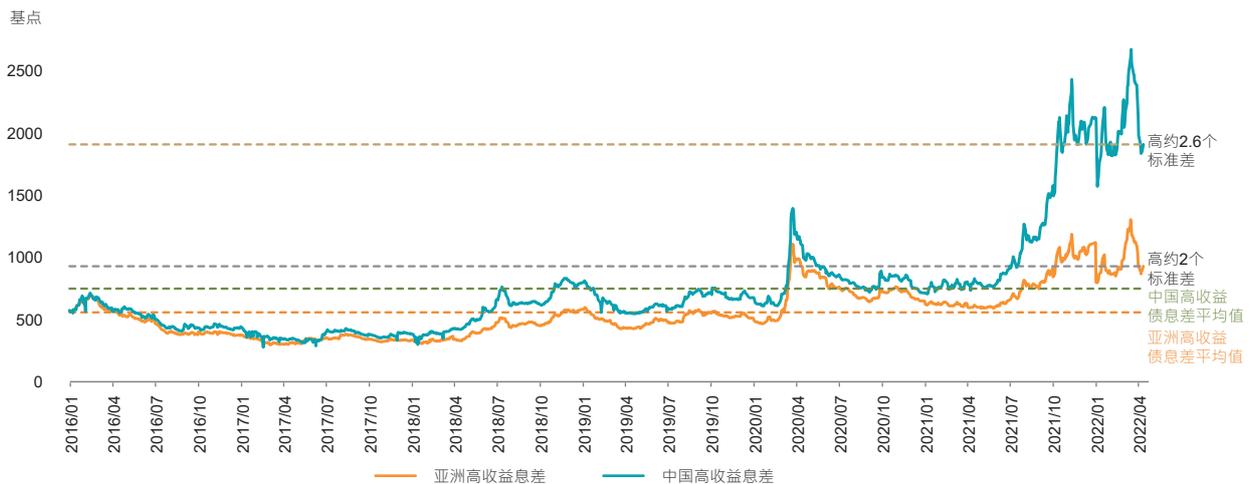
信贷策略

在过去数个季度，亚洲高收益债券经历重大调整，中国信贷及房地产周期应已接近见底。监管机构和政府官员在3月中对抑制房地产行业（3月底在摩根大通亚洲信用指数高收益指数中的权重约为16%）风险的支持性论调释放出令人鼓舞的信号，这有利于稳定该行业的前景。我们期待中国房地产市场出现进一步改善的迹象，这可能会在下半年出现，因上半年将受到封城隔离的不利影响。更多微调措施（如在部分城市放宽按揭贷款及购房限制）将继续推进。随着信贷两极化可能持续，我们在选择债券时强调信贷素质。

美国国债孳息率上升，拖累亚洲投资级别债券年初至今的表现。我们偏好存续期较短的债券，因为信贷息差偏窄能抵销孳息率上升风险的缓冲较少。亚洲投资级别债券的信贷息差将在低降级风险下维持稳健。具体而言，中国高收益债券的息差已反映房地产周期和行业整合因素（图一及二）。我们继续留意维持资金渠道及短期债务风险可控的投资对象，因我们对特殊风险的取态仍然谨慎。

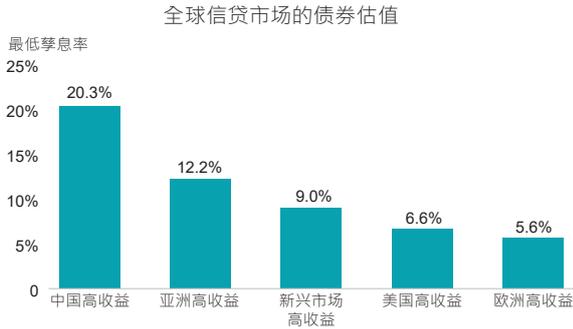
亚洲债券表现

图一：中国高收益债券信贷息差已消化信贷及房地产周期低迷



资料来源：摩根大通亚洲信用指数、彭博指数，截至2022年4月11日

图二：中国高收益债券估值未能反映其价值



资料来源：摩根大通亚洲信用指数、彭博指数，截至2022年4月11日

从国家层面而言，受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（2022年第一季度录得7%的跌幅，3月权重为45.5%）。印尼（2022年第一季度录得6.2%的跌幅，权重为11.3%）的表现落后于印度（2022年第一季度录得4.4%的跌幅，权重为7.0%），由于存续期较长的债券比重较高，在美国利率变动下，所受到的负面影响较大。

2022年第一季度，摩根大通亚洲投资级别指数（「亚洲投资级别指数」）及亚洲高收益信用指数（「亚洲高收益指数」）信贷息差分别扩阔28个基点和144个基点至161个基点和950个基点。2022年第一季度亚洲投资级别指数的总回报下跌5.4%，其中4%归因于美国国债孳息率上升。该指数亦受到地缘政治紧张局势及中国科技行业受监管打压的影响。亚洲高收益指数亦出现避险模式，受中国房地产行业违约及对2021财年度财务报表审计问题的担忧影响，总回报下滑10.1%。

图三：宏观风险推动新兴债券市场资金外流



资料来源：EPFR数据，截至2022年3月

行业观点

中国在岸债券

2022年第一季度中国在岸债券市场走势不一，十年期中国国债孳息率在3月底持平，为2.77%。但是，由于房地产行业政策进一步放宽及信贷数据表现强劲，孳息率于2月曾高见2.85%。随着经济前景疲弱及新增贷款放慢，导致孳息率在3月份下降。我们认为，目前水平已反映2022年第二季度政策利率下调或存款准备金率下调的部分预期，并预计孳息率将在区间范围震荡。

在疫情的干扰下，我们认为中国将积极推行宽松的货币政策以减低经济增长的下行压力。我们相信，随着信贷收缩见底及额外的政策刺激，经济增长将自2022年第三季度起复苏。我们重申，中国国债孳息率将在年底前上升（2021年为收窄37个基点）。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。

截至3月底止十年期中美国国债孳息率差距收窄至45个基点，现接近平价（息差在2022年初为127个基点）。差距大幅收窄反映美国开始步向紧缩，这与中国在保证稳定增长的情况下实行更多宽松政策的预期形成鲜明对比。随着美国国债孳息率正反映联储局快速加息并可能出现高位整固，中美孳息率差距进一步收窄的可能性较低。若中美孳息倒挂或人民币汇率出现更大幅度贬值，在岸债券市场资本流入的速度将大大减慢。然而，这不是我们的基本预测情境。多数在岸债券由长期投资者拥有，包括外国央行和追踪全球债券指数的基金，随着人民币国际化进程的发展，我们认为外资将维持适量人民币债券的资产配置。

亚洲投资级别债券

2022年第一季度亚洲投资级别债券录得-5.4%回报，主要原因是美国国债孳息率的变动。亚洲投资级别债券信贷息差扩阔20个基点，而中国投资级别债券信贷息差则扩阔50至60个基点，原因是对科技行业的监管打压及对经济放缓的担忧。俄乌地缘政治冲突加剧对亚洲信贷所产生的直接影响不大，但经济增长受到拖累、全球贸易放缓及商品价格上涨等次级效应抑制了整体情绪。印度作为商品进口国，所感受的通胀压力可能会更大，其经常账赤字将扩阔。在此背景下，印度央行将较预期提前加息（最近一次加息是在今年5月份）。

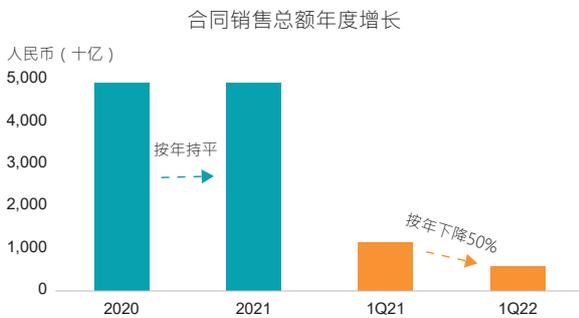
我们偏好于2022年第二季度持有存续期较短的债券，因我们于2022年第一季度的配置中，开始倾向减持存续期较长的债券。我们认为美国孳息率的大部分影响均为前期，随着经济增长放缓，孳息率在年底有可能减弱。不过，2022年第二季度信贷息差及美国国债孳息都可能出现扩阔。大部分亚洲投资级别企业债券的基本面应会维持稳健，而且中国的「政策冲击」将较2021年少。我们预期中国投资级别债券的信贷息差继续扩阔，为抵销美国国债孳息率的变动提供投资机会。

中国房地产债券

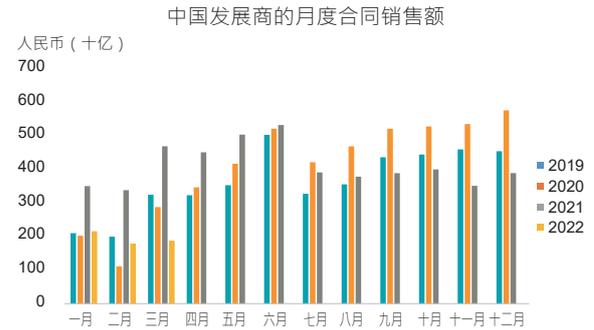
由于中国房地产市场低迷，推出的项目数量有限，加上新冠疫情限制，2022年第一季度房地产销售不振（按年下跌45至50%，图四及图五）。2022年第二季度，随着中国政府实施封城隔离措施，合同销售额下降将为该行业带来持续担忧。我们仍预计2022年上半年销售额的下跌幅度将更明显。但是，这些不利因素已反映在债券估值中。尽管如此，我们预计自2022年第三季度起销售将出现部分改善，原因是去年同期的基数较低（2021年下半年疲弱）及政策措施持续微调。

3月的全国人大会议维持了去年12月政治局会议有关政策连续性的类似基调。政策主要聚焦在对特定城市出台满足合理性住房需求的政策，并更强调租赁住房。郑州、福州等更多城市已开始微调购房限制，并出现更优惠的按揭贷款成本或首付条件。我们认为政府不会大幅放宽房地产业，但考虑到新冠疫情引发的经济增长的下行风险，将会公布更多支持性措施。

图四：合同销售额恢复尚需时日



图五：2022年第一季度房地产销售疲弱



2022年第一季度，因不良信贷事件及对2021财年度审计问题的担忧增加，房地产高收益债券回报录得24%的跌幅。2022年第二季度，除实体市场复苏外，我们亦密切关注预售账户下的受限制资金可能会获放宽。不过，这并非我们近期所作出的基本假设，因准时项目交付仍是政府首要任务。融资方面，部分发展商能够从在岸（中期票据）及离岸市场（可转换债券、备用信用证(SBLC)等）筹集资金。我们认为信贷差异化仍然是主要趋势。

在2022年余下时间，再融资压力仍然相当大，保持充足的现金流动性以度过还款周期是非常重要的。我们根据「三条红线」的合规情况分析了我们范围内的25家发展商，并注意到现金对短期债务比率的覆盖率有所下降。随着销售额及刚性兑付债务下，该变动亦符合市场预期。因此，随着未来几季的土地收购倾向放缓，我们更偏好近期再融资需求较低、现金对短期债务比率有适当缓冲、土地储备可支持开发的年期相对较长的发展商。

澳门博彩债券

受到新冠确诊个案激增（使得博彩业总收入前景黯淡）及中国高收益债券整体偏软的影响，2022年第一季度澳门博彩债券回报录得7.89%的跌幅。

由于邻近的深圳 / 广东地区近期爆发新冠疫情令边境政策进一步收紧，2022年第一季度澳门博彩业总收入降至2019年疫情前20%的水平。尽管我们相信大部分博彩公司即使在博彩业总收入为零的情况下亦能保持足够的现金流动性，但考虑到中国内地不断变化的新冠疫情形势及限制性边境措施，澳门旅游需求的复苏尚需时日。

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。对于博彩公司的盈利复苏及能否保持目前信贷评级，澳门边境开放与否将起到举足轻重的作用。该行业继续在中国高收益债券中发挥分散投资及「重新开放」的作用。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

由于中国高收益债券普遍偏软，金属及采矿业高收益债券在2022年第一季度录得1.3%的跌幅。我们仍看好该行业，因其具有分散投资的优势及商品价格走势稳健。我们认为，鉴于持续的地缘政治紧张局势，除非中国经济放缓较预期更长，否则供需失衡在短期内不太可能大幅缓解，中期而言，将继续支撑大宗商品价格。