

# 2022年第二季 固定收益季度投資展望

## 報告摘要：宏觀不利因素仍然存在

### 為美國（進一步）加息做好準備

2022年第一季度，由於烏克蘭與俄羅斯爆發軍事衝突，以及預期美國針對通脹高企的政策正常化步伐加快，市場波動加劇。聯儲局3月點陣圖顯示政策利率預測的中位數，表明在2023年底利率見頂即達到2.5至2.8%前，2022年的加息路徑將更加激進。大幅加息可能給美國經濟增長帶來壓力，而全球新冠肺炎疫情反覆、供應鏈中斷及大宗商品價格高企削弱需求等因素亦增添壓力。我們認為，聯儲局的主要目標是抑制通脹，因此鷹派基調將保持不變。10年期美國國債孳息迅速升至接近3%（年初至今累漲147個基點）。然而，不排除國債孳息出現收窄整固，這取決於即將公佈的通脹數據，以及增長放緩的說法是否逐漸成為焦點。隨著量化緊縮政策的推進，以及於5月及6月份召開的議息會議，市場波動不太可能減弱。據聯邦基金利率期貨顯示，截至2022年底，利率最多上升250個基點。

### 中國經濟增長下滑促使政府更適時地出台寬鬆政策

在3月份，全國人民代表大會會議將2022年國內生產總值(GDP)的增長目標設定為5.5%左右（2021年實際為8.1%），並推出前期基礎建設支出、進一步減稅、貨幣及房地產放寬等措施。更多貨幣寬鬆政策（可能包括下調政策利率或降低存款準備金率）將出台，以確保充足的流動性及信貸增長獲得支持。我們認為，新冠疫情為經濟增長帶來了下行風險，因此有必要推出更積極的寬鬆政策。此外，油價上漲、地緣政治衝突及全球需求放緩可能減少中國貿易順差對GDP的貢獻。總體而言，儘管中國2022年上半年的經濟增長預計將因新冠疫情導致的封鎖而繼續放緩，但我們預計中國經濟將在2022年下半年因消費回升及房地產銷售部分回暖而反彈。鑑於有跡象表明多項政策將同步放寬及信貸收縮已經見底，我們認為房地產行業將在未來幾季趨向穩定。

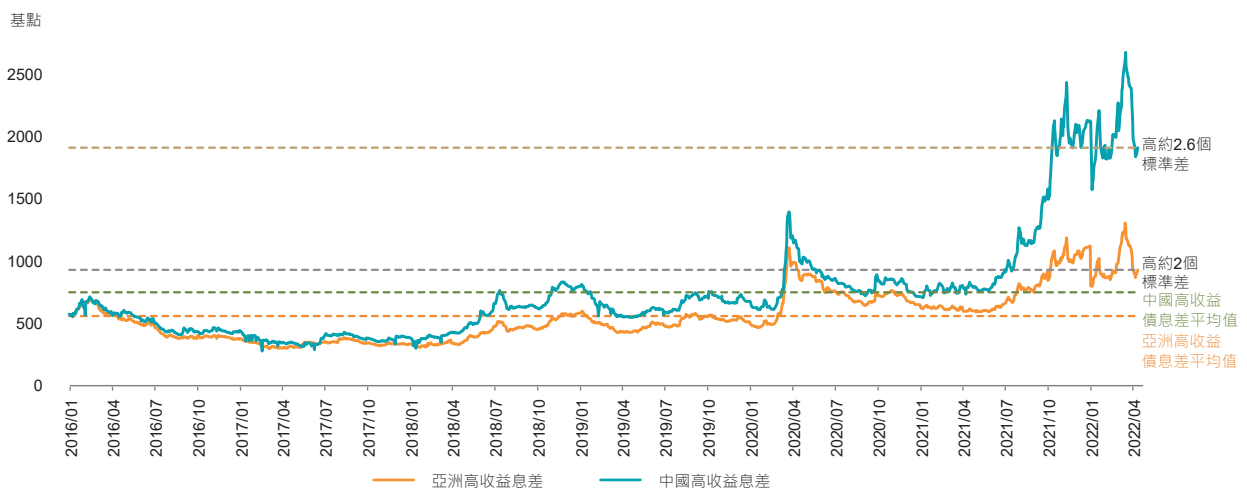
## 信貸策略

在過去數個季度，亞洲高收益債券經歷重大調整，中國信貸及房地產週期應已接近見底。監管機構和政府官員在3月中對抑制房地產行業（3月底在摩根大通亞洲信用指數高收益指數中的權重約為16%）風險的支持性論調釋放出令人鼓舞的信號，這有利於穩定該行業的前景。我們期待中國房地產市場出現進一步改善的跡象，這可能會在下半年出現，因上半年將受到封城隔離的不利影響。更多微調措施（如在部分城市放寬按揭貸款及購房限制）將繼續推進。隨著信貸兩極化可能持續，我們在選擇債券時強調信貸質素。

美國國債孳息率上升，拖累亞洲投資級別債券年初至今的表現。我們偏好存續期較短的債券，因為信貸息差偏窄能抵銷孳息率上升風險的緩衝較少。亞洲投資級別債券的信貸息差將在低降級風險下維持穩健。具體而言，中國高收益債券的息差已反映房地產週期和行業整合因素（圖一及二）。我們繼續留意維持資金渠道及短期債務風險可控的投資對象，因我們對特殊風險的取態仍然謹慎。

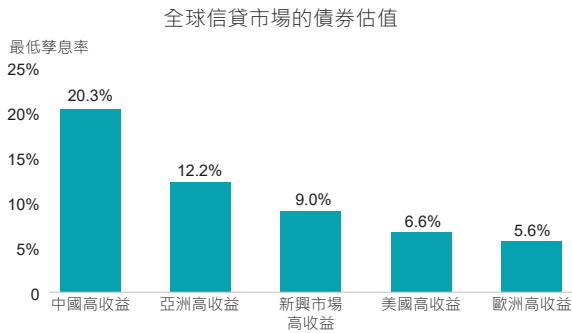
## 亞洲債券表現

圖一：中國高收益債券信貸息差已消化信貸及房地產週期低迷



資料來源：摩根大通亞洲信用指數、彭博指數，截至2022年4月11日

圖二：中國高收益債券估值未能反映其價值

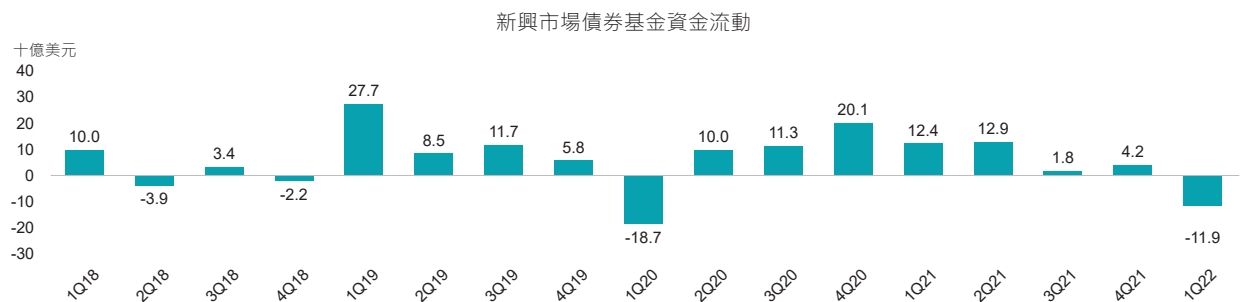


資料來源：摩根大通亞洲信用指數、彭博指數，截至2022年4月11日

從國家層面而言，受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（2022年第一季度錄得7%的跌幅，3月權重為45.5%）。印尼（2022年第一季度錄得6.2%的跌幅，權重為11.3%）的表現落後於印度（2022年第一季度錄得4.4%的跌幅，權重為7.0%），由於存續期較長的債券比重較高，在美國利率變動下，所受到的負面影響較大。

2022年第一季度，摩根大通亞洲投資級別指數（「亞洲投資級別指數」）及亞洲高收益信用指數（「亞洲高收益指數」）信貸息差分別擴闊28個基點和144個基點至161個基點和950個基點。2022年第一季度亞洲投資級別指數的總回報下跌5.4%，其中4%歸因於美國國債孳息率上升。該指數亦受到地緣政治緊張局勢及中國科技行業受監管打壓的影響。亞洲高收益指數亦出現避險模式，受中國房地產行業違約及對2021財年度財務報表審計問題的擔憂影響，總回報下滑10.1%。

圖三：宏觀風險推動新興債券市場資金外流



資料來源：EPFR數據，截至2022年3月

## 行業觀點

### 中國在岸債券

2022年第一季度中國在岸債券市場走勢不一，十年期中國國債孳息率在3月底持平，為2.77%。但是，由於房地產行業政策進一步放寬及信貸數據表現強勁，孳息率於2月曾高見2.85%。隨著經濟前景疲弱及新增貸款放慢，導致孳息率在3月份下降。我們認為，目前水平已反映2022年第二季度政策利率下調或存款準備金率下調的部分預期，並預計孳息率將在區間範圍震盪。

在疫情的干擾下，我們認為中國將積極推行寬鬆的貨幣政策以減低經濟增長的下行壓力。我們相信，隨著信貸收縮見底及額外的政策刺激，經濟增長將自2022年第三季度起復甦。我們重申，中國國債孳息率將在年底前上升（2021年為收窄37個基點）。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。

截至3月底止十年期中美國債孳息率差距收窄至45個基點，現接近平價（息差在2022年初為127個基點）。差距大幅收窄反映美國開始步向緊縮，這與中國在保證穩定增長的情況下實行更多寬鬆政策的預期形成鮮明對比。隨著美國國債孳息率正反映聯儲局快速加息並可能出現高位整固，中美孳息率差距進一步收窄的可能性較低。若中美孳息倒掛或人民幣匯率出現更大幅度貶值，在岸債券市場資本流入的速度將大大減慢。然而，這不是我們的基本預測情境。多數在岸債券由長期投資者擁有，包括外國央行和追蹤全球債券指數的基金，隨著人民幣國際化進程的發展，我們認為外資將維持適量人民幣債券的資產配置。

### 亞洲投資級別債券

2022年第一季度亞洲投資級別債券錄得-5.4%回報，主要原因是美國國債孳息率的變動。亞洲投資級別債券信貸息差擴闊20個基點，而中國投資級別債券信貸息差則擴闊50至60個基點，原因是對科技行業的監管打壓及對經濟放緩的擔憂。俄烏地緣政治衝突加劇對亞洲信貸所產生的直接影響不大，但經濟增長受到拖累、全球貿易放緩及商品價格上漲等次級效應抑制了整體情緒。印度作為商品進口國，所感受的通脹壓力可能會更大，其經常賬赤字將擴闊。在此背景下，印度央行將較預期提前加息（最近一次加息是在今年5月份）。

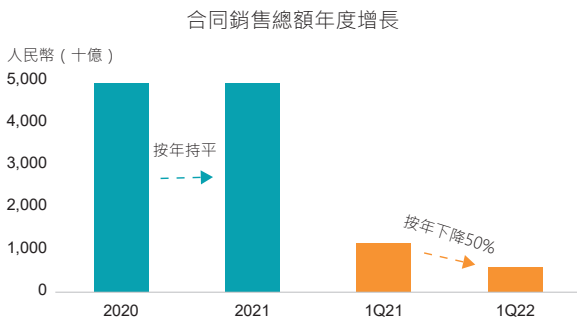
我們偏好於2022年第二季度持有存續期較短的債券，因我們於2022年第一季度的配置中，開始傾向減持存續期較長的債券。我們認為美國孳息率的大部分影響均為前期，隨著經濟增長放緩，孳息率在年底有可能減弱。不過，2022年第二季度信貸息差及美國國債孳息都可能出現擴闊。大部分亞洲投資級別企業債券的基本面應會維持穩健，而且中國的「政策衝擊」將較2021年少。我們預期中國投資級別債券的信貸息差繼續擴闊，為抵銷美國國債孳息率的變動提供投資機會。

## 中國房地產債券

由於中國房地產市場低迷，推出的項目數量有限，加上新冠疫情限制，2022年第一季度房地產銷售不振（按年下跌45至50%，圖四及圖五）。2022年第二季度，隨著中國政府實施封城隔離措施，合同銷售額下降將為該行業帶來持續擔憂。我們仍預計2022年上半年銷售額的下跌幅度將更明顯。但是，這些不利因素已反映在債券估值中。儘管如此，我們預計自2022年第三季度起銷售將出現部分改善，原因是去年同期的基數較低（2021年下半年疲弱）及政策措施持續微調。

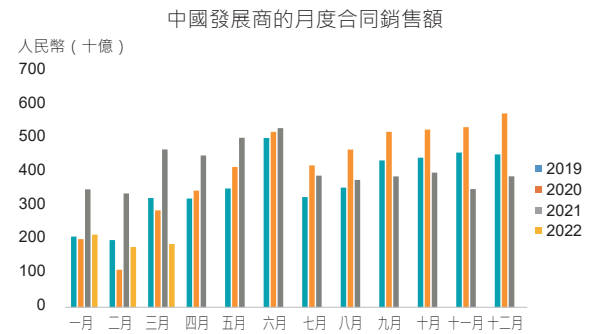
3月的全國人大會議維持了去年12月政治局會議有關政策連續性的類似基調。政策主要聚焦在對特定城市出台滿足合理性住房需求的政策，並更強調租賃住房。鄭州、福州等更多城市已開始微調購房限制，並出現更優惠的按揭貸款成本或首付條件。我們認為政府不會大幅放寬房地產業，但考慮到新冠疫情引發的經濟增長的下行風險，將會公布更多支持性措施。

圖四：合同銷售額恢復尚需時日



資料來源：30間中國上市發展商的公司數據，截至2022年3月

圖五：2022年第一季度房地產銷售疲弱



資料來源：30間中國上市發展商的公司數據，截至2022年3月

2022年第一季度，因不良信貸事件及對2021財年度審計問題的擔憂增加，房地產高收益債券回報錄得24%的跌幅。2022年第二季度，除實體市場復甦外，我們亦密切關注預售賬戶下的受限制資金可能會獲放寬。不過，這並非我們近期所作出的基本假設，因準時項目交付仍是政府首要任務。融資方面，部分發展商能夠從在岸（中期票據）及離岸市場（可轉換債券、備用信用證(SBLC)等）籌集資金。我們認為信貸差異化仍然是主要趨勢。

在2022年餘下時間，再融資壓力仍然相當大，保持充足的現金流動性以度過還款週期是非常重要的。我們根據「三條紅線」的合規情況分析了我們範圍內的25家發展商，並注意到現金對短期債務比率的覆蓋率有所下降。隨著銷售額及剛性兌付債務下，該變動亦符合市場預期。因此，隨著未來幾季的土地收購傾向放緩，我們更偏好近期再融資需求較低、現金對短期債務比率有適當緩衝、土地儲備可支持開發的年期相對較長的發展商。

## 澳門博彩債券

受到新冠確診個案激增（使得博彩業總收入前景黯淡）及中國高收益債券整體偏軟的影響，2022年第一季度澳門博彩債券回報錄得7.89%的跌幅。

由於鄰近的深圳 / 廣東地區近期爆發新冠疫情令邊境政策進一步收緊，2022年第一季度澳門博彩業總收入降至2019年疫情前20%的水平。儘管我們相信大部分博彩公司即使在博彩業總收入為零的情況下亦能保持足夠的現金流動性，但考慮到中國內地不斷變化的新冠疫情形勢及限制性邊境措施，澳門旅遊需求的復甦尚需時日。

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。對於博彩公司的盈利復甦及能否保持目前信貸評級，澳門邊境開放與否將起到舉足輕重的作用。該行業繼續在中國高收益債券中發揮分散投資及「重新開放」的作用。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

由於中國高收益債券普遍偏軟，金屬及採礦業高收益債券在2022年第一季度錄得1.3%的跌幅。我們仍看好該行業，因其具有分散投資的優勢及商品價格走勢穩健。我們認為，鑑於持續的地緣政治緊張局勢，除非中國經濟放緩較預期更長，否則供需失衡在短期內不太可能大幅緩解，中期而言，將繼續支撐大宗商品價格。