

# 2022年第三季 固定收益季度投资展望

## 探索温和增长与通胀高企的过渡期

### 联储局转向仍在争议中

今年美国联储局已将联邦基金利率增加225个基点。市场已预期9月的会议将再次加息50至75个基点。从疲弱经济增长数据、强韧劳动市场和通胀居高不下，联储局的任务变得越来越困难。市场一直在争论，联储局会因为通胀高企，而需要更「鹰派」加息，抑或会在某个时间暂停加息。事实上，与联储局之前曾暂停加息的情况相比，目前数个参考指标水平已与当时看齐，其中包括新屋销售和供应管理协会制造业指数下降，及2年、10年期美国国债收益率曲线倒挂（目前为负38个基点，今年年初为+78个基点）。然而，我们认为联储局暂停加息这情况，目前仍然言之尚早。由于市场仍然忧虑经济衰退，我们预期10年期美国国债收益率，继今年第二季后期调整后（从6月的高位3.5%下降至现在的2.7%），将于今年第三季维持目前水平，而我们已在之前市场展望提出这次调整。目前联邦基金期货已反映至今年底利率将增加120个基点，并于明年第一季于3.6%左右到顶。由于短期内仍会有通胀数据及非农业就业人数报告在9月的议息会议前出炉，故我们认为市场波幅将会继续。

### 中国下半年经济增长将渐趋正常

与疫情相关的封城、消费需求低迷和房地产销售放缓对今年第二季经济造成沉重打击，再者今年7月中旬的按揭还款暂停为中国房地产业带来更多不稳。地方政府和银行的任务是确保房屋竣工，并保障社会福利，更重要的是，这将有助恢复买家信心及避免系统性风险。另外，今年7月的中央政治局会议不再强调今年3月所定下雄心勃勃的增长目标，因此全年经济增长可能会向下调（彭博共识是2022年为少于4%）。虽然中国的清零政策为经济复苏道路带来不确定性，但我们仍然预期，受财政和货币政策的支持下，中国下半年经济增长将有所改善。

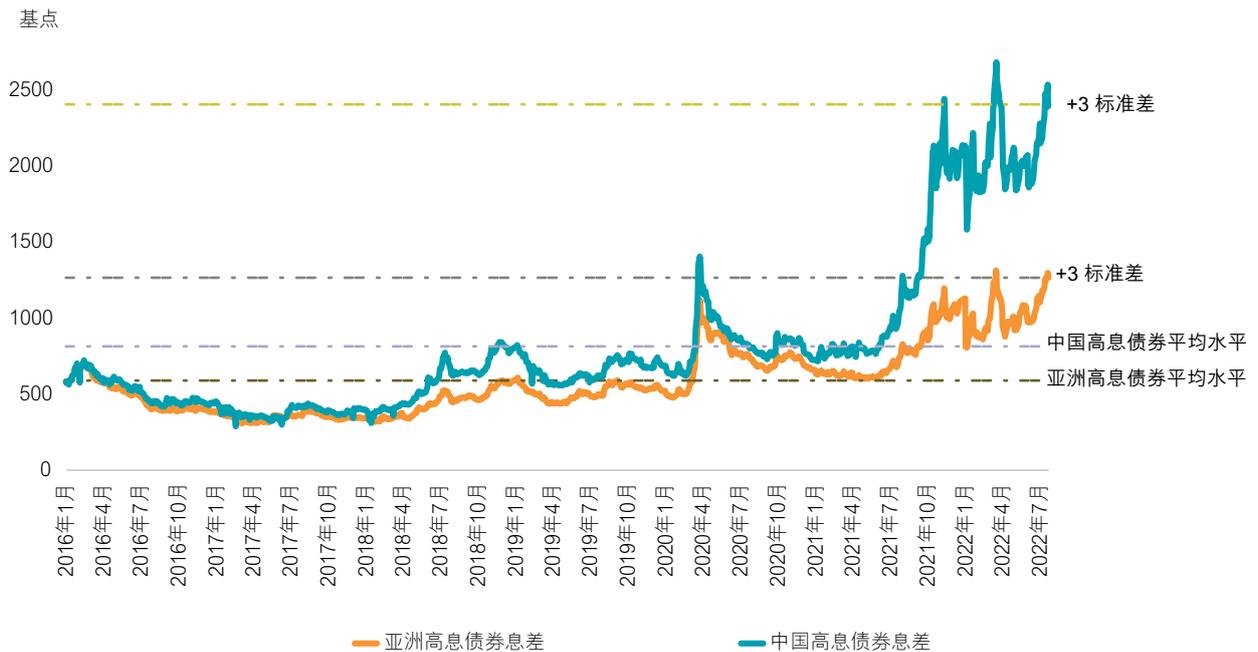
## 信贷投资策略

对于亚洲和中国高收益债券的策略，我们一直坚持由下而上的信贷选择和多元化的行业分布。我们对中国高收益利差保持谨慎，但认为它们已反映房地产周期和行业整合。自去年年底以来，多项微调政策已于今年上半年出台，例如放宽房贷和购房限制。我们认为关键是政府对恢复兴建未完成项目并交付房屋的需求，迅速作出响应。虽然这不太可能立即解决问题，但这是支持今年下半年及

往后的房地产销售复苏的主要因素。我们利用市场回软的时机，进一步多元化投资于印度、印尼和澳门等地区。另一方面，亚洲和中国投资级别债券的信贷利差应维持稳定，主要是因为信贷评级下调风险不高及本地投资者的需求。不过，从相对价值而言，我们认为亚洲投资级别债券利差未见吸引，虽然债券供应减少应该会支持该类别债券的技术面。我们仍然偏好短期、高投资级别的投资级别债券，因为这类债券提供理想的回报率。

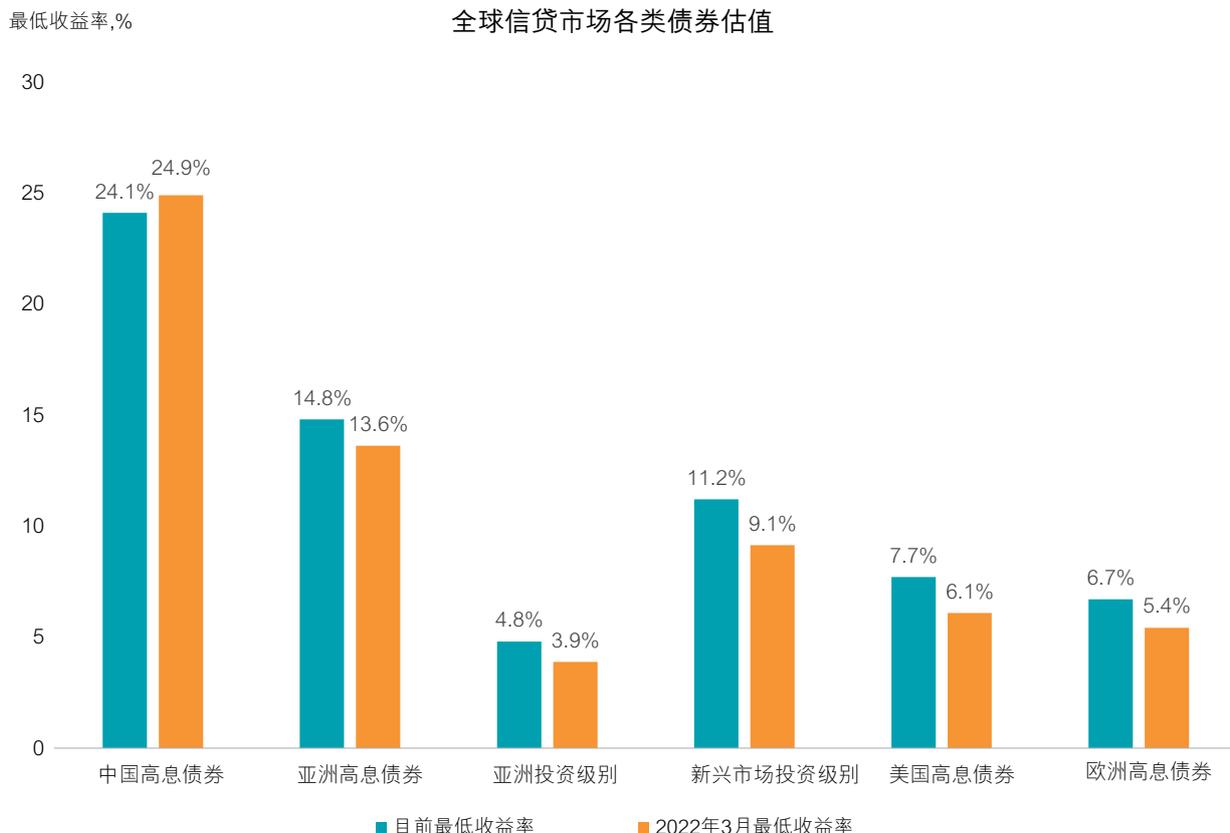
## 亚洲债券表现

图1：中国高收益信贷利差反映信贷和房地产周期触底



资料来源：摩根大通亚洲信贷指数、彭博指数；截至2022年7月

图2：中国高收益债券的价值错位

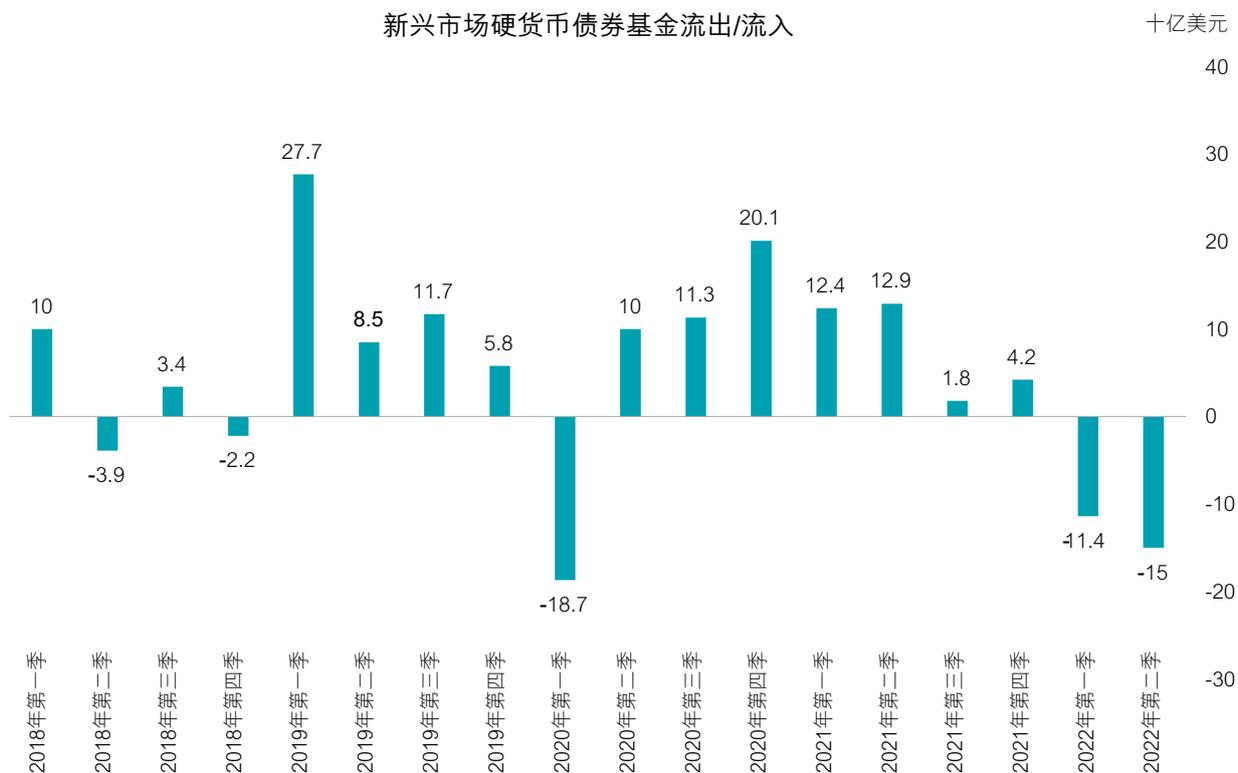


资料来源：摩根大通亚洲信贷指数、彭博指数；截至2022年7月

与今年第一季度相似，第二季市场波幅增加和普遍避险情绪均影响全球信贷市场表现。今年第二季摩根大通亚洲投资级别信贷指数和亚洲高收益债券信贷指数的信贷利差分别扩大22个基点和165个基点，至179个基点和1,103个基点。总回报而言，亚洲投资级别信贷指数于今年首季和上半年回报为分别为负3.8%及负9%，其中很大一部分是由于美国国债收益率上升所致。上海的封城对房地产销售带来负面影响，并减弱亚洲高收益债券信贷指数的投资情绪，其在今年第二季和上半年的总回报率为负9.6%和负18.8%。

就摩根大通亚洲信贷指数或（JACI综合指数）而言，受到资金流出和经济衰退忧虑的影响，澳门、印尼和印度6月的表现落后中国（今年第二季/今年上半年表现为负3.7%及负10.4%，截至6月底，所占指数比重为44.4%）（图3）。尤其是印尼的表现（今年第二季/今年上半年表现为负8.4%/负14%，所占指数比重为11.4%）远比印度（今年第二季/今年上半年表现为负6.0%/负10.1%，所占指数比重为6.9%）逊色，主要由于当地占较高比重的长年期的债券，备受美国利率变动带来的负面影响。

图3：美国经济衰退担忧令今年第二季资金外流



资料来源：JPM/EPFR数据，截至2022年7月

## 行业观点

### 中国在岸债券

今年第二季，10年期中国政府债券收益率在2.75至2.85%区间波动，符合我们之前季度投资展望所述的预期。由于市场流动性非常宽松，今年第二季收益率曲线适当变陡。内地经济增长因封城政策而放缓，同时亦诱发金融机构对利率债券的殷切的避险需求，这亦抵消部分利率债券发行和海外资金外流的影响。为了进一步增加市场流动性，内地央行4月降低存款准备金比率25个基点。

对于今年第三季，我们认为整体流动性状况将保持宽松，以支持经济增长复苏。中国人民银行在6月下旬强调数项措施，其中包括1)保持流动性充裕2)降低融资成本及3)稳定信贷增长。一个值得关注的转折点是内地信贷

会否于今年第三季度加速增长，中国人民银行以往通常会因此而减少注入流动性。与基数较低的第二季相比，中国的经济增长预计在今年第三季度将温和改善。通胀趋势亦值得留意，因其或会推高收益率。总括而言，潜在的减少宽松流动性的趋势、较高通胀数字和适度的经济增长，均是我们对中国国债收益率于年底前上升的假设。

今年年初中国10年期国债收益率与美国10年期国债收益率的差距为127个基点，至6月底，中国10年期国债收益率比美国10年期国债收益率低19个基点。由于市场担心美国经济衰退，令其国库债券收益率下调，故目前两者差距亦因而收窄。我们认为中国国债债券收益率优势的持续性，对稳定人民币和限制海外资金流出的额外压力更为重要。由于10年期美国国债收益率预计在年底前会更升至更高，即3.2至3.3%水平(目前为2.7%)，中国国债的趋势将备受考验。

## 亚洲投资级别债券

受到美国国债收益率变动和利差扩大的负面影响，亚洲投资级别债券今年第二季的回报率为负**3.8%**。今年第二季亚洲和中国的投资级别债券利差已增加**15**个基点（今年第一季则增加**27**个基点）。由于内地科技企业备受监管打击，和市场对经济放缓的担忧所带来的负面影响，中国投资级别债券利差已从**3**月中的水平收窄。虽然俄罗斯和乌克兰紧张的局势，对亚洲投资级别债券信贷的直接影响不大，但经济增长放缓、亚洲（或全球贸易）外部需求疲软及更高成本，均令第二季投资情绪受挫。随着亚洲地区的通胀风险很大程度上受控，区内大部分央行将尽力避免出现「过度紧缩」情况。故我们认为较高的融资成本，应该对亚洲投资级别的企业的有限影响，因为这些企业可以按照亚洲当地市场利率借贷，而这些利率亦正以更可控的方式向上调整。相比西方的已发展市场，亚洲区正面对更可控的宏观经济风险，加上本来较低的信贷评级下降风险，亚洲投资级别债券将在今年第三季或下半年维持向好。

由于美国**10**年期国库债券收益率自**6**月中旬已下跌**80**个基点，我们偏好在这水平获利，或至少在债券存续期上保持中性。估值方面，今年上半年的大部分时间，亚洲与美国投资级别债券的利差收窄，目前为**1.15**倍。就相对基本价值而言，我们认为亚洲投资级别利差未见吸引，即使供应减少应会利好该类债券技术因素，我们更偏好短期、高投资评级的投资级别债券，因为这类债券提供理想的回报率。

## 中国房地产债券

由于更多的不良信贷事件及因封城措施令房地产销售延迟复苏，今年第二季高收益房地产行业的回报率为负**17.6%**。**7**月中旬，中国暂停按揭还款的消息进一步打击市场情绪。

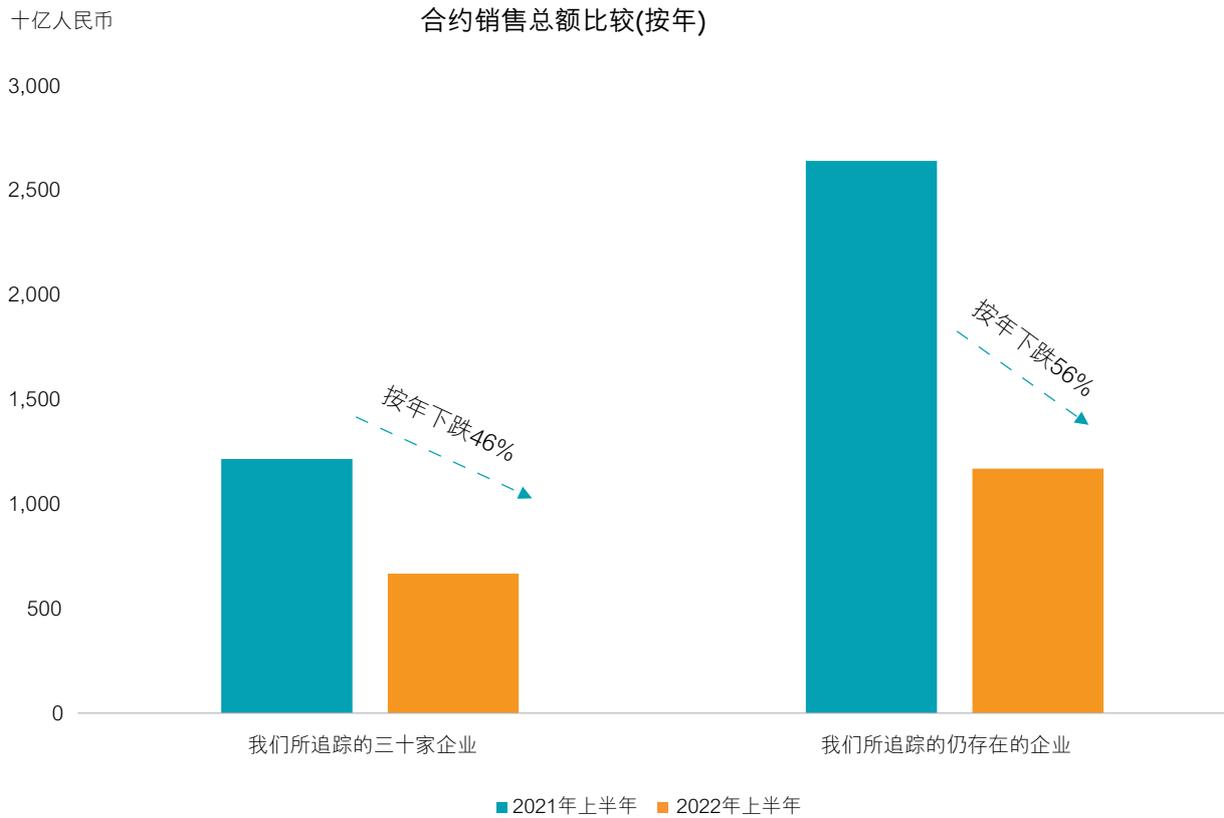
暂停还款主要集中于二、三线城市，并与恒大等违约地产商所建设的项目有关。

我们认为上述单一事件不会为中国带来系统性风险，但内地政府迫切需要采取措施，以恢复买家的信心。大部分大型中资银行已公开披露其相关投资比重，从银行的贷款状况和资产质量而言，整体风险水平仍属可控。长远而言，根据花旗证券研究，目前中国的抵押贷款余额总额为**38.3**万亿元人民币，其中**5,610**亿元人民币（在最坏的情况下）或**1.5%**的贷款或受影响。然而，大型银行以外，规模较小的地区银行应该面对更高的不良贷款风险。

对地产商而言，银行可能会更严格监控预售托管账户，亦会对新申请的抵押贷款更审慎，这将减慢地产商的现金回笼速度。我们预期民营发展商将继续寻求**1**) 资产变卖以解决短期融资/再融资需求，及**2**) 债务交换以应对即将到期的债务。由于国企地产商有更佳的资产负债表和持续获得资金的渠道，他们可能有较佳的风险管理。在此背景下，我们继续看好短期再融资需求较低，且有可能通过市场整合而生存的地产商。

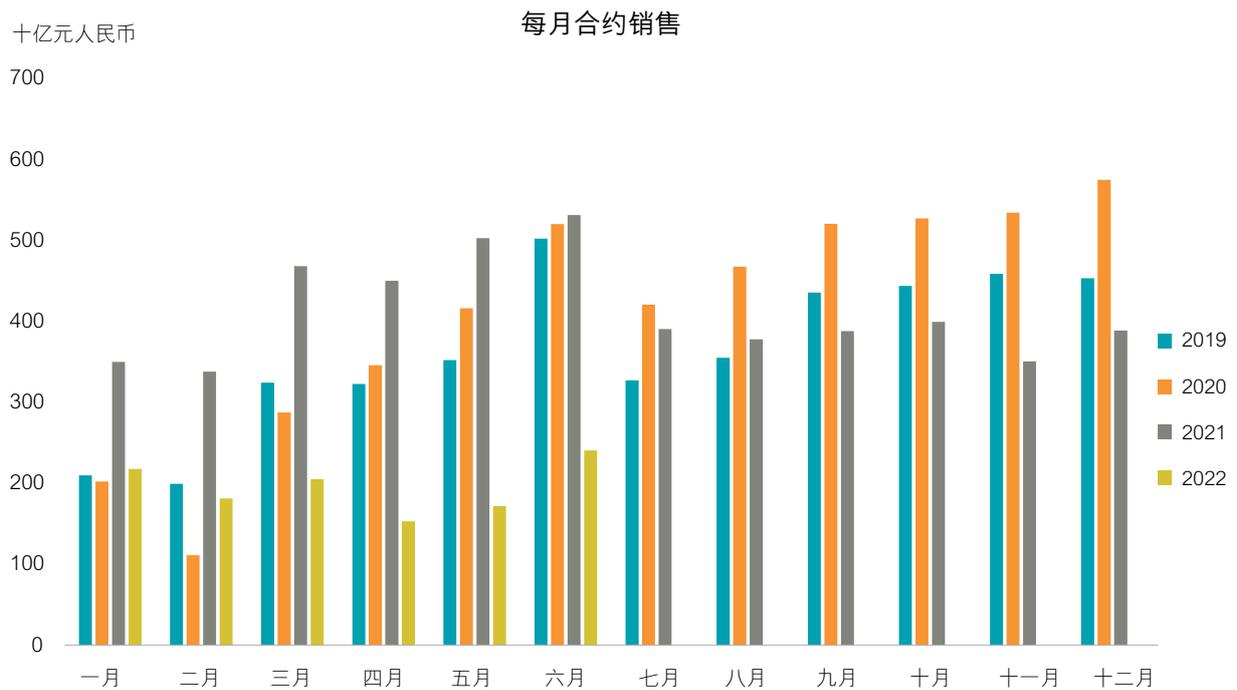
根据新闻报道，国务院于**7**月下旬已批出一项稳定基金的计划，以支持**12**家发展商完成停滞的房地产项目。该基金已从中国建设银行获得**500**亿元人民币，并从中国人民银行获得**300**亿元人民币的再贷款。该基金可增至**2000**至**3000**亿元人民币（**300**至**440**亿美元）。如果该计划实现，这应可以舒缓市场情绪。尽管如此，我们认为房地产销售将需时恢复，而销售跌幅（按月比较）在未来数季将持续收窄。事实上，中国房地产销售在**6**月已见轻微回升的趋势（图**5**）。最近内地政治局会议亦已重申「保交楼」，以稳定地产市场，反映政府仍致力改善抵押贷款暂停的情况。

图4：当市场整合时，发展商的合约销售额需时恢复



资料来源：内地上市发展商的企业数据；截至2022年6月

图5：6月房地产销售按月轻微回升



资料来源：来自30家上市中国发展商的企业数据；截至2022年6月

## 澳门博彩债券

内地封城和信贷市场普遍走软的情况下，澳门博彩业债券今年第二季回报率为负**20.2%**。澳门今年第二季和今年上半年的博彩总收入分别为**85亿澳门币**及**263亿澳门币**，各为**2019年疫情前的12%和18%**。我们追踪的大部分博彩业经营者，在零博彩收入的情况下，仍维持充足的流动性，而其中多家经营者已获得股东贷款或发行股票，以提高其整体流动性。尽管如此，由于内地疫情持续变化及其限制出入境的措施，我们认为对澳门的旅游需求恢复需时。在香港酝酿多时的重新开放边境措施，或有助提振市场情绪。

就经营牌照更新而言，澳门政府已宣布公开招标，企业可提交标书至**9月14日**，我们预期当局今年年底前公布招标结果，而我们的基本预测是目前六家经营者均可顺利续牌。在疲弱的市况下，我们伺机增持该行业，因为我们相信大部分由疫情和较严格的限制出入境措施，所带来的负面影响均已反映于市况。不过我们将继续监察澳门出入境措施，因这对博彩业收入复苏和营办商的信用评级仍然重要。

澳门博彩业仍然为中国高收益债券的多元化和「重新开放」的投资概念，相关的投资风险将是延长出入境限制和政府加强行业干预。

数据源：惠理及彭博，所有数据截至**2022年7月31日**（特别列明除外）。

本文提供之意见纯属惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之观点，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，亦不应视作投资决策之依据。所有数据是搜集自被认为是可靠的来源，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，此等陈述不保证任何将来表现，实际情况或发展可能与该等陈述有重大落差。本文并未经证监会审阅。刊发人：惠理基金管理香港有限公司。

## 大宗商品债券

今年第二季金属和矿业行业高收益债券录得负**8.5%**的回报。行业抛售潮主要集中在**6月**，因市场担心美国经济硬着陆和基金赎回风险，及后于**7月**稍作反弹。踏入今年第三季，地缘政治风险、极端天气情况及市场需求放缓将加剧市场错位。另外，个别工业用金属的商品价格已下调至新增供应的边际成本，这情况普遍出现于经济衰退的时候。我们正留意相关风险如商品供应(如原油)及经济增长风险，故投资策略将偏向谨慎。

## 关注我们



### 香港总部：惠理集团有限公司

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

电话：+65 6718 0380  
电邮：vpams@valuepartners.com.sg

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

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

电话：+60 3 2775 7688  
电邮：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

### 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

电话：+86 21 3818 6888  
传真：+86 21 6841 0030

### 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

电话：+86 21 3818 6888  
传真：+86 21 6841 0030

### 伦敦办事处： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,  
London W1J 8DZ,  
United Kingdom

电话：+44 20 3907 3870  
电邮：vpuk-sales@valuepartners-group.com