

# 2022年第三季 固定收益季度投資展望

## 探索溫和增長與通脹高企的過渡期

### 聯儲局轉向仍在爭論中

今年聯儲局已將聯邦基金利率增加225個基點。市場已預期9月的會議將再次加息50至75個基點。從疲弱經濟增長數據、強韌勞動市場和通脹居高不下，聯儲局的任務變得越來越困難。市場一直在爭論，聯儲局會因為通脹高企，而需要更「鷹派」加息，抑或會在某個時間暫停加息。事實上，與聯儲局之前曾暫停加息的情況相比，目前數個參考指標水平已與當時看齊，其中包括新屋銷售和美國供應管理協會製造業指數下降，及2年、10年期美國國債收益率曲線倒掛（目前為負38個基點，今年年初為+78個基點）。然而，我們認為聯儲局暫停加息這情況，目前仍然言之尚早。由於市場仍然擔憂經濟衰退，我們預期10年期美國國債收益率，繼今年第二季後期調整過後（從6月的高位3.5%下降至現在的2.7%），將於今年第三季維持目前水平，而我們已在之前市場展望提出這次調整。目前聯邦基金期貨已反映至今年底利率將增加120個基點，並於明年第一季於3.6%左右到頂。由於短期內仍有通脹數據及非農業就業人數報告在9月議息會議前出爐，故我們認為市場波幅將會繼續。

### 中國下半年經濟增長將漸趨正常

與疫情相關的封城、消費需求低迷和房地產銷售放緩對今年第二季經濟造成沉重打擊，再者今年7月中旬的按揭還款暫停為中國房地產業帶來更多不穩。地方政府和銀行的任務是確保房屋竣工，並保障社會福利，更重要的是，這將有助恢復買家信心及避免系統性風險。另外，今年7月的中央政治局會議不再強調今年3月所定下雄心勃勃的增長目標，因此全年經濟增長可能會向下調（彭博共識是2022年為少於4%）。雖然中國的清零政策為經濟復甦道路帶來不確定性，但我們仍然預期，受財政和貨幣政策的支持下，中國下半年經濟增長將有所改善。

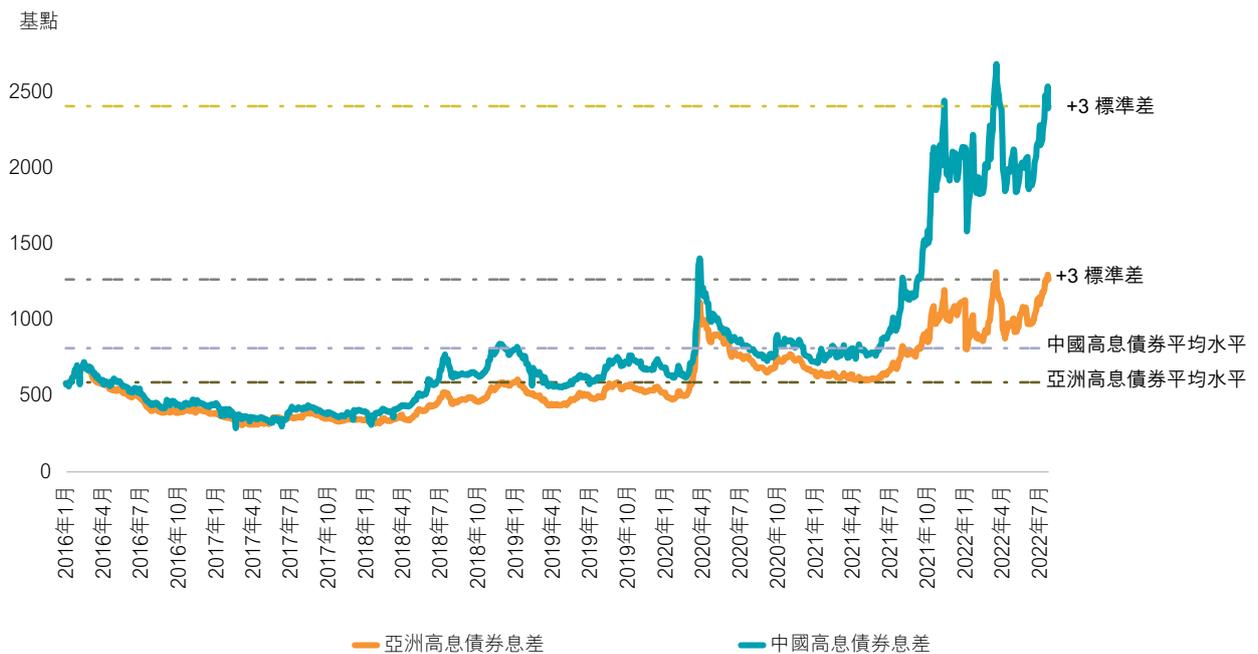
## 信貸投資策略

對於亞洲和中國高收益債券的策略，我們一直堅持由下而上的信貸選擇和多元化的行業分布。我們對中國高收益利差保持謹慎，但認為它們已反映房地產周期和行業整合。自去年年底以來，多項微調政策已於今年上半年出台，例如放寬房貸和購房限制。我們認為關鍵是政府對恢復興建未完成項目並交付房屋的需求，迅速作出回應。雖然這不太可能立即解決

問題，但這是支持今年下半年及往後的房地產銷售復甦的主要因素。我們利用市場回軟的時機，進一步多元化投資於印度、印尼和澳門等地區。另一方面，亞洲和中國投資級別債券的信貸利差應維持穩定，主要因為信貸評級下調風險不高及本地投資者的需求。不過，從相對價值而言，我們認為亞洲投資級別債券利差未見吸引，雖然債券供應減少應該會支持該類別債券的技術面。我們仍然偏好短期、高投資級別債券，因為這類債券提供理想的回報率。

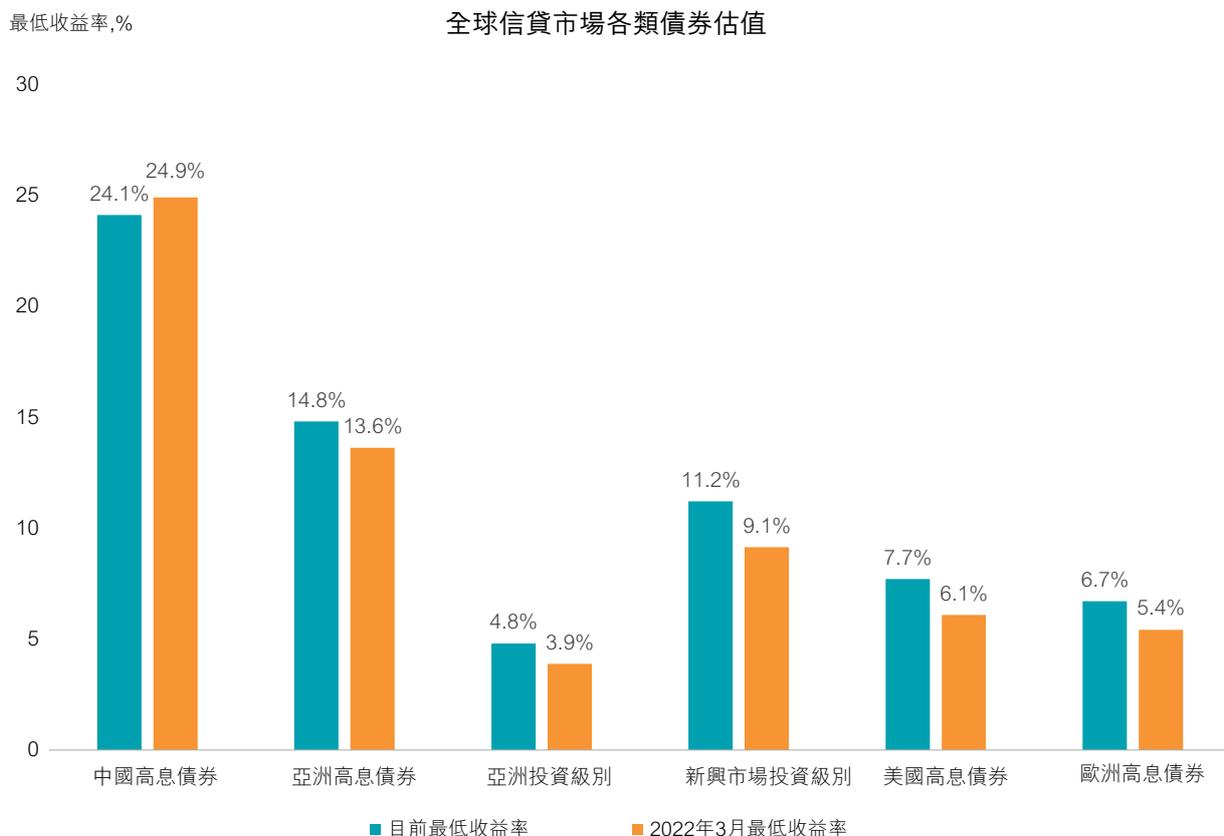
## 亞洲債券表現

圖1：中國高收益信貸利差反映信貸和房地產周期觸底



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數、彭博指數；截至 2022年7月

圖2：中國高收益債券的價值錯位

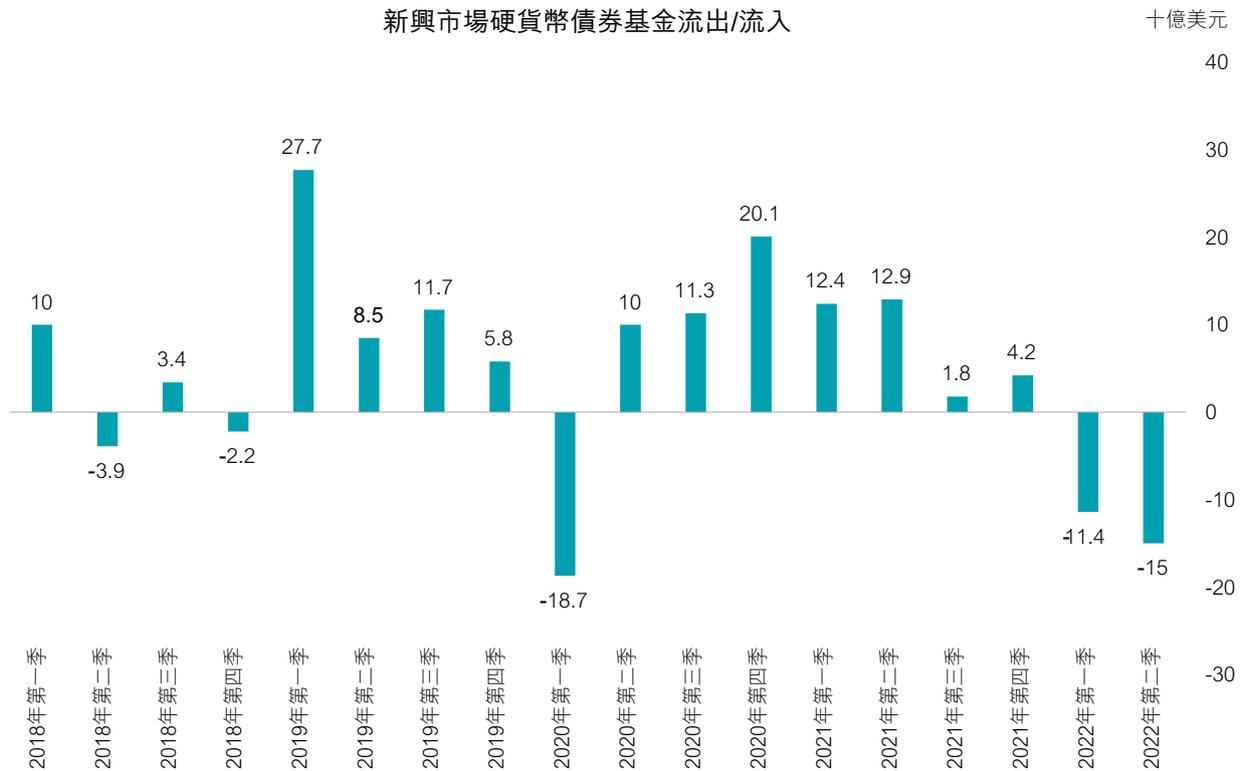


資料來源：摩根大通亞洲信貸指數、彭博指數；截至2022年7月

與今年第一季度相似，第二季市場波幅增加和普遍避險情緒均影響全球信貸市場表現。今年第二季摩根大通亞洲投資級別信貸指數和亞洲高收益債券信貸指數的信貸利差分別擴大22個基點和165個基點，至179個基點和1,103個基點。總回報而言，亞洲投資級別信貸指數今年首季和上半年回報為分別為負3.8%及負9%，其中很大一部分是由於美國國庫債券收益率上升所致。上海的封城對房地產銷售帶來負面影響，並減弱亞洲高收益債券信貸指數的投資情緒，其在今年第二季和上半年的總回報率為負9.6%和負18.8%。

就摩根大通亞洲信貸指數或（JACI綜合指數）而言，受到資金流出和經濟衰退憂慮的影響，澳門、印尼和印度6月的表現落後中國（今年第二季/今年上半年表現為負3.7%及負10.4%，截至6月底，所佔指數比重為44.4%）（圖3）。尤其是印尼的表現（今年第二季/今年上半年表現為負8.4%/負14%，所佔指數比重為11.4%）遠比印度（今年第二季/今年上半年表現為負6.0%/負10.1%，所佔指數比重為6.9%）遜色，主要由於當地佔較高比重的長年期的債券，備受美國利率變動所帶來的負面影響。

圖 3：美國經濟衰退擔憂令今年第二季資金外流



資料來源：JPM/EPFR數據，截至2022年7月

## 行業觀點

### 中國在岸債券

今年第二季，10年期中國政府債券收益率在2.75至2.85%區間波動，符合我們之前季度投資展望所述的預期。由於市場流動性非常寬鬆，今年第二季收益率曲線適當變陡。內地經濟增長因封城政策而放緩，同時亦誘發金融機構對利率債券的殷切的避險需求，這亦抵消部分利率債券發行和海外資金外流的影響。為了進一步增加市場流動性，內地央行4月降低存款準備金比率25個基點。

對於今年第三季，我們認為整體流動性狀況將保持寬鬆，以支持經濟增長復甦。中國人民銀行在6月下旬強調數項措施，其中包括1) 保持流動性充裕2) 降低融資成本及3) 穩定信貸增長。一個值得關注的轉捩點是內地信貸會否

於今年第三季度加速增長，中國人民銀行以往通常會因此而減少注入流動性。與基數較低的第二季相比，中國的經濟增長預計在今年第三季度將溫和改善。整體通脹趨勢亦值得留意，因其或會推高收益率。總括而言，潛在的減少寬鬆流動性的趨勢、較高通脹水平和適度的經濟增長，均屬我們對中國國債收益率於年底前上升的假設。

今年年初中國10年期國債收益率與美國10年期國債收益率的差距為127個基點，至6月底，中國10年期國債收益率比美國10年期國債收益率低19個基點。由於市場擔心美國經濟衰退，令其國庫債券收益率下調，故目前兩者差距亦因而收窄。我們認為中國國債收益率優勢的持續性，對穩定人民幣和限制海外資金流出的額外壓力更為重要。由於10年期美國國債收益率預計在年底前會更升至更高，即3.2至3.3%水平(目前為2.7%)，中國國債的趨勢將備受考驗。

## 亞洲投資級別債券

受到美國國庫債券收益率變動和利差擴大的負面影響，亞洲投資級別債券今年第二季的回報率為負3.8%。今年第二季亞洲和中國的投資級別債券利差已增加15個基點（今年第一季則增加27個基點）。由於內地科技企業備受監管打擊，和市場對經濟放緩的擔憂所帶來的負面影響，中國投資級別債券利差已從3月中的水平收窄。雖然俄羅斯和烏克蘭緊張的局勢，對亞洲投資級別債券信貸的直接影響不大，但經濟增長放緩、亞洲（或全球貿易）外部需求疲軟及更高成本，均令第二季投資情緒受挫。隨著亞洲地區的通脹風險很大程度上受控，區內大部分央行將盡力避免出現「過度緊縮」情況。故我們認為較高的融資成本，應該對亞洲投資級別的企業的影響有限，因為這些企業可以以亞洲當地市場利率借貸，而這些利率亦正以更可控的方式向上調整。相比西方的已發展市場，亞洲區正面對更可控的宏觀經濟風險，加上本來較低的信貸評級下調的風險，亞洲投資級別債券將在今年第三季或下半年維持向好。

由於美國10年期國庫債券收益率自6月中旬已下跌80個基點，我們偏好於這水平獲利，或至少在債券存續期上保持中性。估值方面，今年上半年的大部分時間，亞洲與美國投資級別債券的利差收窄，目前為1.15倍。就相對基本價值而言，我們認為亞洲投資級別利差未見吸引，即使供應減少應會利好該類債券技術因素，我們更偏好短期、高投資評級的投資級別債券，因為這類債券提供理想的回報率。

## 中國房地產債券

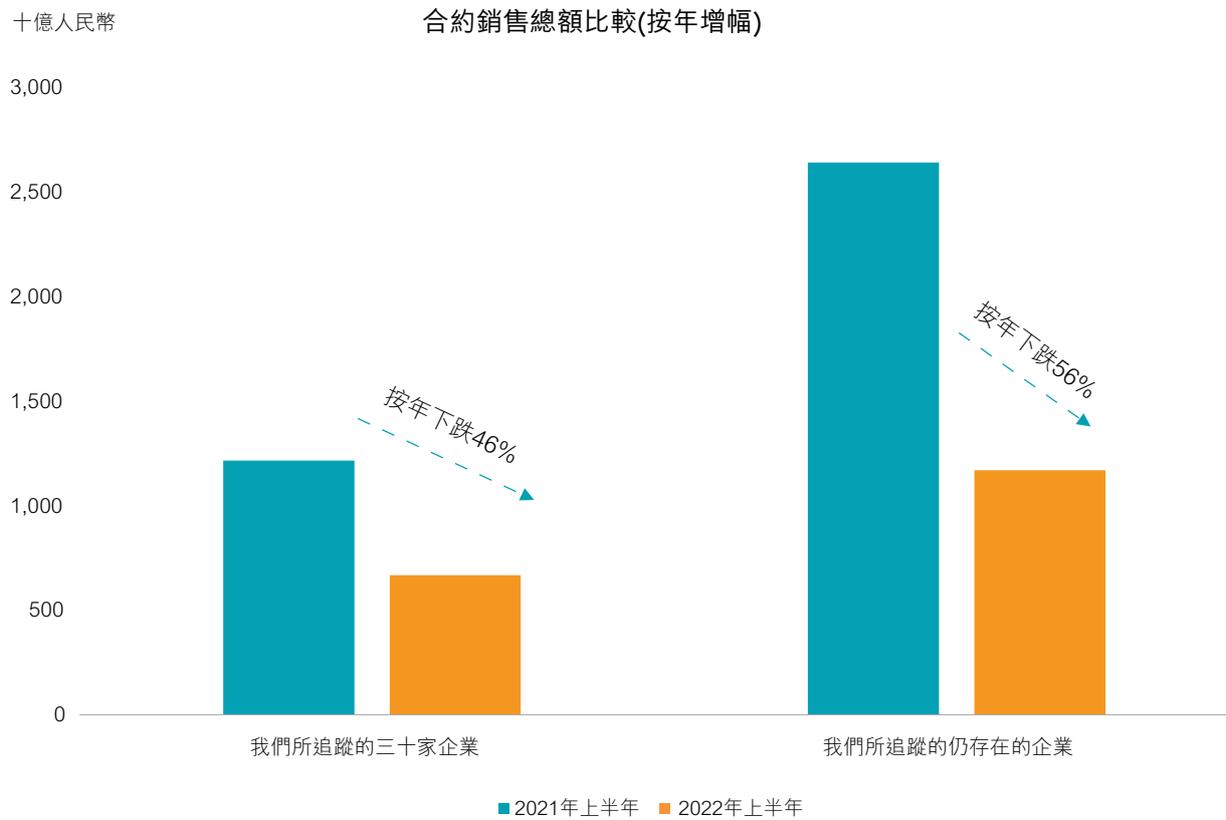
由於更多的不良信貸事件及因封城措施令房地產銷售延遲復甦，今年第二季高收益房地產行業的回報率為負17.6%。7月中旬，中國暫停按揭還款的消息進一步打擊市場情緒。暫停還款主要集中於二、三線城市，並與恆大等違約開發商建設的項目有關。

我們認為上述單一事件不會為中國帶來系統性風險，但內地政府迫切需要採取措施，以恢復買家的信心。大部分大型中資銀行已公開披露其相關投資比重，從銀行的貸款狀況和資產質量而言，整體風險水平仍屬可控。長遠而言，根據花旗證券研究，目前中國的抵押貸款餘額總額為38.3萬億元人民幣，其中5,610億元人民幣（在最壞的情況下）或1.5%的貸款或受影響。然而，大型銀行以外，規模較小的地區銀行應該會面對更高的不良貸款風險。

對地產發展商而言，銀行可能會更嚴格監控預售託管賬戶，亦會對新申請的抵押貸款更審慎，這將減慢發展商的收回現金速度。我們預期私營發展商將繼續尋求1) 資產變賣以解決短期融資/再融資需求，及2) 債務交換以應對即將到期的債務。由於國企發展商有更佳的資產負債表和持續獲得資金的渠道，他們可能有較佳的風險管理。在此背景下，我們繼續看好短期再融資需求較低，且有可能通過市場整合而生存的發展商。

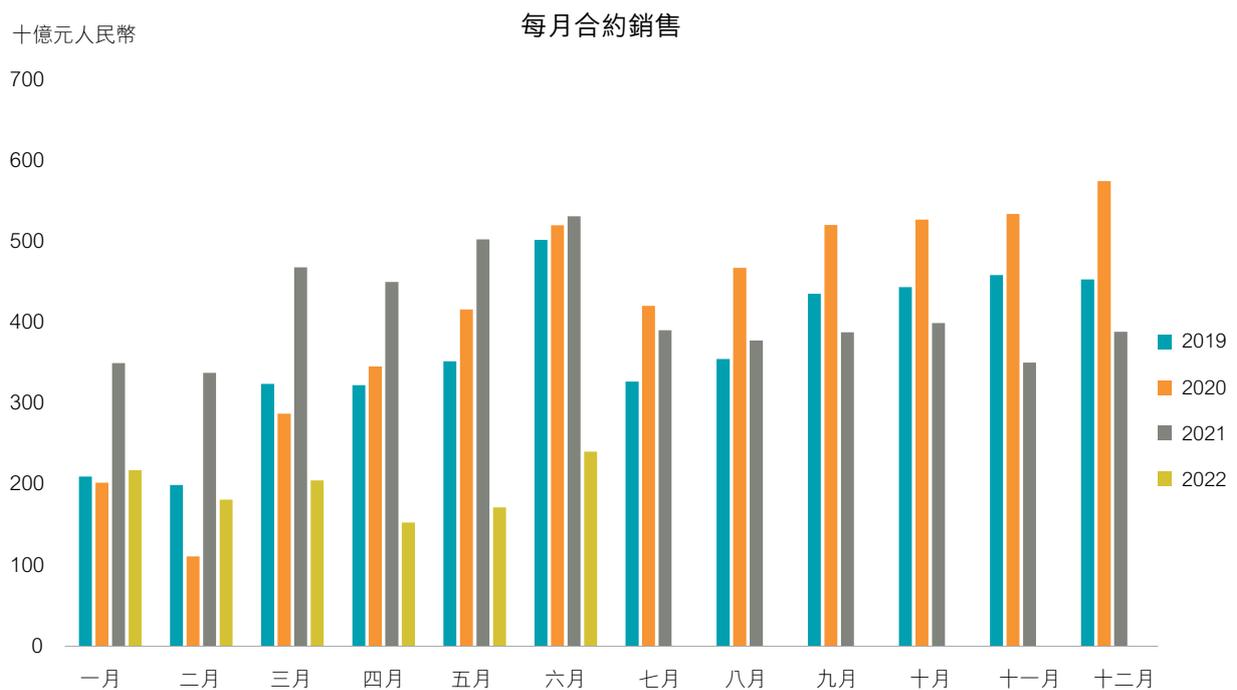
根據新聞報道，國務院於7月下旬已批出一項穩定基金的計劃，以支持12家發展商完成停滯的房地產項目。該基金已從中國建設銀行獲得500億元人民幣，並從中國人民銀行獲得300億元人民幣的再貸款。該基金可增至2000至3000億元人民幣（300至440億美元）。如果該計劃實現，這應可以舒緩市場情緒。儘管如此，我們認為房地產銷售將需時恢復，而銷售跌幅（按月比較）在未來數季將持續收窄。事實上，中國房地產銷售在6月已見輕微回升的趨勢（圖5）。最近內地政治局會議亦已重申「保交樓」，以穩定地產市場，反映政府仍致力改善抵押貸款暫停的情況。

圖4：當市場整合時，發展商的合約銷售額需時恢復



資料來源：內地上市發展商的企業數據；截至2022年6月

圖5：6月房地產銷售按月輕微回升



資料來源：來自30家上市中國發展商的企業數據；截至2022年6月

## 澳門博彩債券

內地封城和信貸市場普遍走軟的情況下，澳門博彩業債券今年第二季回報率為負**20.2%**。澳門今年第二季和今年上半年的博彩總收入分別為**85億澳門幣**及**263億澳門幣**，各為**2019年疫情前的12%和18%**。我們追蹤的大部分博彩業營辦商，在零博彩收入的情況下，仍維持充足的流動性，而其中多家營辦商已獲得股東貸款或發行股票，以提高其整體流動性。儘管如此，由於內地疫情持續變化及其限制出入境的措施，我們認為對澳門的旅遊需求恢復需時。在香港醞釀多時的重新開放邊境措施，或有助提振市場情緒。

就經營牌照更新而言，澳門政府已宣布公開招標，企業可提交標書至**9月14日**，我們預期當局今年年底前公布招標結果，而我們的基本預測是目前六家營辦商均可順利續牌。在疲弱的市況下，我們伺機增持該行業，因為我們相信大部分由疫情和較嚴格的限制出入境措施，所帶來的負面影響均已反映於市況。不過我們將繼續監察澳門出入境措施，因這對博彩業收入復甦和營辦商的信用評級仍然重要。

澳門博彩業仍然為中國高收益債券的多元化和「重新開放」的投資概念，相關的投資風險將是延長出入境限制和政府加強行業干預。

資料來源：惠理及彭博，所有資料截至**2022年7月31日**（特別列明除外）。

本文提供之意見純屬惠理基金管理香港有限公司（「惠理」）之觀點，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，亦不應視作投資決策之依據。所有資料是搜集自被認為是可靠的來源，但惠理不保證資料的準確性。本文包含之部分陳述可能被視為前瞻性陳述，此等陳述不保證任何將來表現，實際情況或發展可能與該等陳述有重大落差。本文並未經證監會審閱。刊發人：惠理基金管理香港有限公司。”

## 大宗商品債券

今年第二季金屬和礦業行業高收益債券錄得負**8.5%**的回報。行業拋售潮主要集中在**6月**，因市場擔心美國經濟硬著陸和基金贖回風險，及後於**7月**稍作反彈。踏入今年第三季，地緣政治風險、極端天氣情況及市場需求放緩將加劇市場錯位。另外，個別工業用金屬的商品價格已下調至新增供應的邊際成本，這情況普遍出現於經濟衰退的時候。我們正留意相關風險如商品供應（如原油）及經濟增長風險，故投資策略將偏向謹慎。

## 關注我們



### 香港總部：惠理集團有限公司

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

電話：+65 6718 0380  
電郵：vpams@valuepartners.com.sg

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

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

電話：+60 3 2775 7688  
電郵：vpmy-enquiry@valuepartners-group.com

### 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

電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

### 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

電話：+86 21 3818 6888  
傳真：+86 21 6841 0030

### 倫敦辦事處： Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,  
London W1J 8DZ,  
United Kingdom

電話：+44 20 3907 3870  
電郵：vpuk-sales@valuepartners-group.com