

2020年10月

## 2020年第三季市場回顧

亞洲信貸市場持續復甦，雖然進度放緩。該資產類別在2020年第三季度的回報率為2.1%，其中摩根大通亞洲信貸指數的投資級別指數 (JACI Investment Grade Index) 和高收益債券指數 (JACI High Yield Index) 分別報升2%和2.7%。市場對系統和政治不確定性感到不安，復甦速度稍微放緩，原因包括：

1. 美元強勢
2. 美聯儲在通脹方針上的重大轉變
3. 推遲討論財政刺激法案
4. 油價波動
5. 中美磨擦加劇
6. 美國總統大選在即

**美元強勢回歸：**全球從新冠肺炎疫情的恐慌中恢復，市場情緒大幅改善。此外，美國和歐元區的經濟增長前景預期分化，令美元在7月走軟。為走出疫後經濟困境，歐盟官員批准撥出7500億歐元，為新一輪的經濟刺激計劃提供資金；美國疫情防控陷入困境，一些主要州份疫情未止。美國恢復防疫限制，迫使企業暫停開業，每周申請失業救濟的人數持續攀升。在此背景下，美國聯儲局繼續抱持鴿派政策方針，美元承壓跌至逾兩年低位。踏入9月，不確定性激增，美國股市及新興市場資產下跌。投資者重投避險資產，美元因此反彈。

**改變應對通脹策略：**聯儲局主席鮑威爾 (Jerome Powell) 在聯儲局全球央行年會 (Jackson Hole Conference) 上宣佈聯邦公開市場委員會將採用「靈活性平均通脹目標」，力求平均通脹率在指定年期維持在2%水平，將延續超低利率政策，加劇通脹。鮑威爾發表對勞動力市場的看法後，美國國債收益率曲線出現「熊市走峭」 (Bear-steepening)。聯邦公開市場委員會計劃令聯邦基金利率保持在近零的水平，並預計維持利率至2023年。除決定低利率外，聯邦公開市場委員會亦決定每月購買800億美元的美國國債及400億美元的機構房貸抵押證券 (Agency MBS)。但聯儲局的債券購買計劃缺乏細節，導致利率曲線熊市走峭 (Bear-steepening)。投資者一直呼籲聯儲局購入更多長期債券，以反映供應增加，壓低長期收益率。

**財政刺激與經濟復甦：**美國職位增長勢頭失去動力，投資者憂慮美國缺乏財政刺激，將不利國家經濟復甦。美國9月份新增了661,000個工作崗位，遠較前幾個月少，失業率達7.9%。總統特朗普最初呼籲一同談判，並在11月大選前一個月提出新一輪財政刺激方案。不過，該提案一直陷於僵局，民主黨建議撥款2.2萬億美元，財政部長姆努欽 (Steven Mnuchin) 則提出總值1.6萬億美元的方案。在數名共和黨議員確診新冠肺炎後，參議院宣佈休會至10月19日，推遲法案投票。眾議院議長佩洛西 (Nancy Pelosi) 和財政部長姆努欽周三談到一項針對航空公司的獨立紓困方案。特朗普總統繼續擱置新冠病毒救助方案的談判，並推動縮小法案範圍。民共兩黨之間對新一輪財政方案的分歧尚待彌合，或致資本市場波動。

**石油產量回穩，價格有待整合：**石油價格在7月和8月上漲近10%，9月回吐一成。本季度布蘭特原油價格收於每桶40.95美元。全球石油價格自市場陷入困境以來顯著上升，石油輸出國組織 (OPEC) 及其盟友 (或稱OPEC+) 在8月放鬆減產力道。從8月到12月期間，減產量將逐漸收窄至每天770萬桶，明年將進一步下調至減產570萬桶。

由於新型冠狀病毒繼續肆虐，全球最大的石油出口國沙地阿拉伯在10月宣佈降價，預示燃料需求可能有變。同時，國際能源機構下調對2020年剩餘時間的石油需求預測，並警告原油庫存不會如預期般急劇減少。隨著OPEC+取消針對因應疫情的自願減產計劃，油價可能會繼續調整。部長級監督委員會於10月19日舉行下一次會議，討論參與國如何在復甦放緩之下進一步減產。

**美外交關係惡化：**我們一直密切關注中美兩國爭端，特朗普針對微信和TikTok等社交平台之新令雖遭禁制令阻擋，但美國對中國國企的制裁名單不斷擴大，引起我們的關注。除了清除美國互聯網上一些具影響力的中國線上平台外，美國商務部還制裁中芯國際，稱該公司為軍事相關的最終終端服務，由於美國投資者對中國科技企業債券的較重持倉，市場或憂慮制裁影響。

**美國政治不確定性升溫：**總統特朗普表示，若在大選中落敗，他可能會拒絕接受選舉結構，擴大投資者對選舉後果可持續數個月的擔憂。隨後，恐慌指數進一步上升，預示未來市場持續波動。同時，民主黨候選人拜登 (Joe Biden) 仍然在民意調查中領先，若參眾兩院的主導權皆落入民主黨人的囊中，推出大規模的財政刺激措施的機會較大，不過債券發行量增加和通脹預期提高或會加劇美國國債收益率的熊市走峭。若拜登獲勝，針對中國和貿易議題的地緣政治風險將得以緩解，亞洲債券或因此受益。

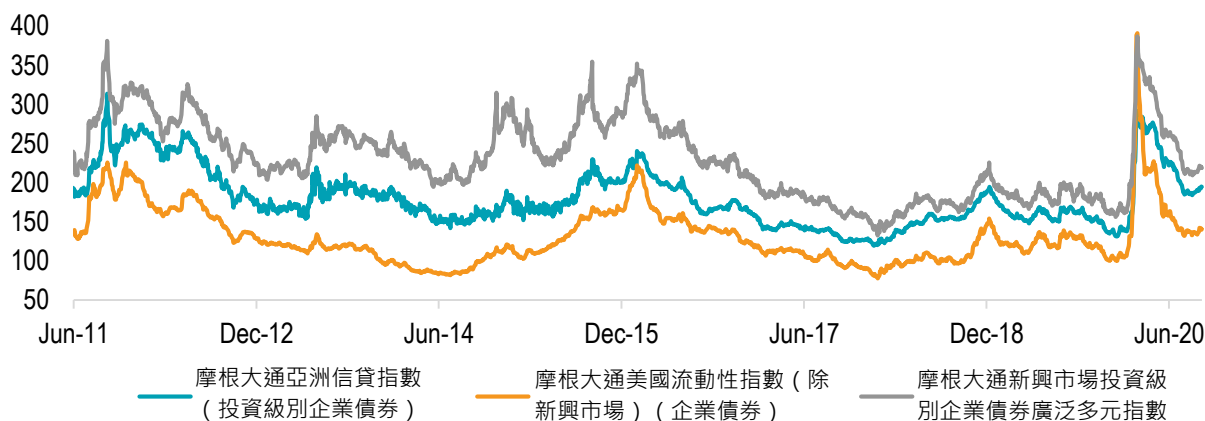
## 新興市場債券發行與資金流向

年初至今，新興市場企業的一級市場活動創新高，達3950億美元，略高於2019年同期的3860億美元，主要由投資評級債券發行所帶動（年初至今：2,730億美元，2019年同期：2,320億美元），高收益債券發行僅達1,220億美元，比2019年的1,550億美元少。按地域劃分，亞洲、拉丁美洲、中東和非洲以及歐洲新興市場分別貢獻2610億美元、660億美元、390億美元和290億美元。其他信貸市場亦見需求強勁增長，新興市場主權國家（年初至今1,680億美元）和美國高收益債券（1.4兆美元）均接近歷史高位。企業預防性資金、收益率向好和央行資產購買計劃均有利年初至今的發行量。美國大選在即，預計一級市場活動將放緩，或支撐目前的息差。年初至今，新興市場美元計價基金錄得22億美元流入，第二季度流入108億美元。在目前低收益環境下，許多投資者繼續在新興市場尋求收益。

## 估值

摩根大通亞洲投資級信用指數現時息差為194個基點，比美國投資級別企業的息差闊53個基點（見圖1）。投資級別債券的息差仍高於5年平均的170基點和10年平均的180基點，2020年的息差回撤率為60%。我們仍然看到短中期亞洲投資級別信貸的投資價值。美國政府的一級和二級市場企業信用流動性工具支撐美國投資級別債券市場及跨界投資者（Cross over investors）的潛在需求。

圖1：與美國投資級債券公司相比，摩根大通亞洲投資級信用指數息差從最闊點回落60%，目前息差維持在53個基點



資料來源：摩根大通

摩根大通亞洲信貸指數的高收益債券指數現時息差為744基點，比美國高收益債券指數闊141基點，亦高於其5年平均息差的528基點和10年平均的576基點。我們對B評級的企業債的潛在違約抱持謹慎態度，由於其息差較高，一級資本市場或拒絕向這批發行人開放融資渠道，但亞洲高收益債券年初至今的違約率控制於3.3%水平。我們預計明年流動性和再融資有限，令高收益債券息差將進一步收窄，同時專注基準指數內的高質素和高流動性債券。

圖2：與美國投資級別債券相比，摩根大通亞洲信貸指數的高收益債券指數息差從最寬處回落66%，而當前息差為141基點



資料來源：摩根大通

## 2020年第四季展望

鑒於美國風險攀升及政策空間所剩無幾，我們繼續堅守發掘相對價值的理念。我們相信可構建能夠賺取可觀收益、波幅可控且具資本增值潛力的投資組合。我們採用「三文治」策略，選持有續期較短的投資級別債券。高收益債券方面，我們仍主要在中國及亞洲市場作出配置，包括部分B級或BB級基準指數成份債券，並精選個別B級債券。

## 亞洲信貸行業及地區配置觀點

### 中國在岸利率及信用市場

#### 宏觀環境及政策

受惠房地產和基礎設施投資，中國經濟復甦明確有序。自8月以來，中國製造業的投資和消費增長加速，出口增長高於預期。進入2020年末季度，需求有望進一步提高，製造業相關的投資亦有望加速復甦。房地產投資短期內增速或放緩。

我們手上的數據指出，經濟復甦在第四季會繼續，但或會減速，預計需求回升將推動生產者物價指數有限度上升。在此環境下，貨幣政策轉向的可能性低，我們對在岸債券市場持謹慎態度。

#### 中國在岸利率

自第三季度以來，受宏觀環境、資金流和供應影響，在岸國債收益率持續上升。中國和其他全球經濟同步復甦，季內市場情緒高漲。貨幣政策取態偏向穩定和中性，財政政策亦開始發揮作用。7月30日，中央政治局會議提到，「要在穩定增長和預防風險之間達成長期平衡」。基於最近增長穩定，預防風險重要性上升，短期內貨幣政策難以大幅放鬆。在需求方面，若一併考慮中國債券納入指數的影響，中美之間息差高企，預計海外機構將繼續提高其在中國在岸債券的配置。總括而言，預計在岸收益率將在波動當中維持上升趨勢。我們建議採用快進快出策略。

#### 中國在岸信用債

市場情緒雖從第三季度開始轉弱，但銀行間存款證的收益率和額度有所上升，顯示短期利率仍然受壓，信貸收益率呈上升趨勢。在此背景下，短存續期策略成為投資者的首選，資金蜂擁至短期信用債市場，令所有評級的3年期信貸息差壓至其低位。但在寬鬆的融資環境下，大多數行業償還短期債務的指標均有所改善。基建活動亦在支撐經濟增長，地方政府融資平台的安全性依然較高。投資者普遍偏好經濟發達城市所發行的3-5年期的地方政府融資平台。此外，鑒於近期房企融資政策收緊，投資者應留意非標準債務發行量較高且積極擴張的發行人。

### 離岸信貸

#### 亞洲投資級債券

面對大量新債發行和美國國債出現熊市走峭，長期的投資級別債券走弱。8、9月份的信用息差同步擴大，季內亞洲投資評級債券信貸息差共收窄16個基點，回報率為2%。

中國投資級別債券亦出現類似情況，在人民幣走強下，中國在岸債券乏力。在岸利率因8至9月期間經濟數據較好而上升。季內，中國科技企業受中美關係轉差打擊。

另外，基於碧桂園改善信貸狀況和分散信貸組合，穆迪因此給予投資評級。同樣地，穆迪將世茂集團的展望調至「正面」，反映其信貸指標向好和強勁房地產銷售。展望未來，我們認為投資級別債券新發行或許會在美國大選前有所緩和，但我們對較長期的投資級別債券仍持謹慎態度，認為在其利率上存在波動。

#### 亞洲一級資本 (AT1)

第三季初，多重因素改善市場風險胃納，包括經濟數據好於預期、美國新冠疫情新增病例緩和、疫苗推出在望以及對美國實施財政刺激措施的預期。

在7月和8月，亞洲金融美元債息差收緊。及後，英國和部分歐洲國家疫情再次爆發，以及美國在會期內通過財政刺激無望，全球信貸息差自9月中旬以來擴大。大中華區的發行人供應量增加，一級市場在第三季表現強勁。在亞洲一級資本供應方面，創興銀行（3億美元），菲律賓的Rizal Commercial Banking（3億美元），中國工商銀行（29億美元），盤谷銀行（7.5億美元）等。我們繼續偏好亞洲一級資本，因為1）中國國家銀行的供應風險可控；2）隨著國債利率持續低企，中國一級資本的收益率同樣走低。中國投資者通常使用槓桿票據購買美元一級資本，資金成本是決定價格走勢的關鍵因素。



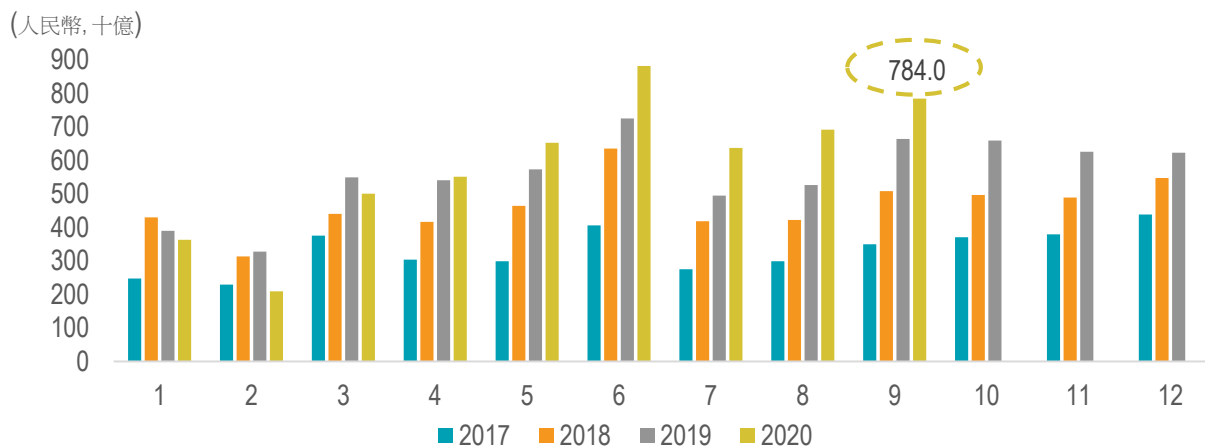
## 中國房地產

內地樓市疫後銷量良好，供應增長加速。我們追蹤的34家上市內房發展商當中（見圖3），在季內各月合約銷售的按年增長分別為31%、29%和18%。僅在9月，房屋銷售就創下歷史次高，達到7840億元人民幣。與2019年同期相比，季度累計增長為25%（2020年第二季：+12%；2020年上半年：+2%），使今年首9個月的按年增長達10%，並鎖定2020財政年度的銷售目標的71%。

要滿足全年銷售目標，發展商須在今年第四季錄得9%的按年增長。我們認為房企將將會達成其目標，但由於供應較多，售價和銷售率將面臨一定壓力。

然而，今年首8個月的官方數據指，僅8月的全國銷售就按年增長27%（3年來最高單月增速）至1.55萬億元人民幣，其中房地產投資穩健增長11.8%至1.3萬億元人民幣。然而，8月新開工的增速放緩至2.4%（2020年7月：11.3%），賣地市場降溫，土地銷售則下滑7.6%（2020年首8個月：-2.4%）。

圖3：34家上市發展商的每月合同銷售總額



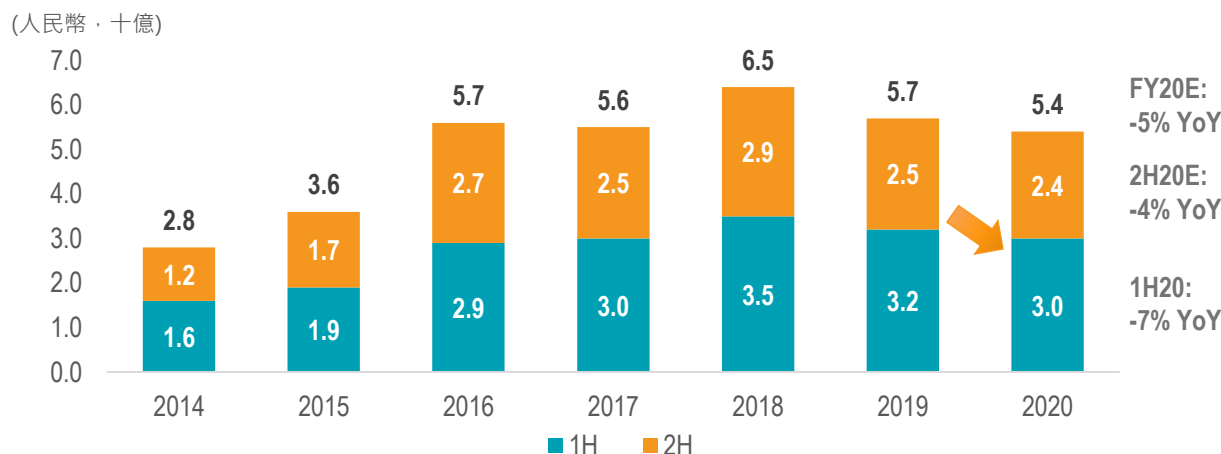
資料來源：CRIC、花旗投資研究

在房策方面，自7月政治局會議以來，政策逐漸收緊，會議重申兩個與樓市相關的重點。1) 確保房地產市場平穩健康發展；2) 強調「房住不炒」的論調。8月，中國人民銀行及中國住房和城鄉建設部邀請12家發展商討論可能出台的融資新規，通過實施「三條紅線」來限制開發商的帶息債務規模。具體來說，「三條紅線」是指1) 債務資產比超過70%；2) 淨資產負債率超過100%；3) 現金與短期債務比低於1.0倍。開發商將被劃分為紅、橙、黃、綠四個類別之一，並據企業的財務狀況，分別限制四個顏色類別之翌年負債規模增長幅度於0%、5%、10%和15%。

同時，監管貸款人在房地產行業的融資活動，人行公佈兩項新政策。首先，銀行在衡量其貸款予房企時的風險，須加入考量房企的額外融資，亦須合併考慮發展商表內和表外融資情況，永續債券和資產擔保債券等產品亦須計算在內。第二，新按揭貸款不得超過新貸款總額的30%。

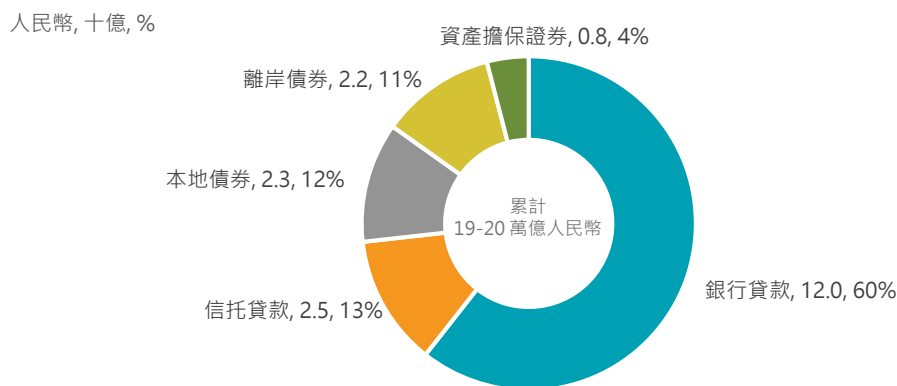
債務增長將限於0-15%的範圍內，我們認為該行業有望踏入新時代。銷售增速可能會放緩，同時發展商亦會更積極改善債務結構和財務成本。在一致的貸款增款上限下，由於土地成本偏高，借貸壓力增加令行業分化亦將會加劇。不過，我們認為新的融資法規主要針對新增貸款而非現有貸款，房地產市場在穩定經濟和金融體系發揮作用，當局會降低過度緊縮的風險。如官方資料所示（見圖4），2020上半年房地產融資控制得宜，新增房地產貸款按年下降7%至3萬億人民幣，僅佔上半年新增人民幣貸款的24.7%（19財年：34%；18財年：40%）。

圖4：2020年第二季度新增房地產貸款按年下跌4%（預計2020財年按年下跌5%）



資料來源：中國人民銀行，CEIC、花旗投資研究

圖5：與物業有關的貸款總額估計



資料來源：中國國家統計局、中國人民銀行、中國信託業協會、Wind資訊、花旗投資研究

因此，我們偏好經營規模理想、足夠在岸資金來源及多元融資渠道的發展商。我們認為國家發改委制定的境外融資新規（配額僅給予再融資的長期離岸債務）下，信貸息差可能進一步擴大。

中國地產美元高收益債券在第三季大部分時間持續走高，7、8月的月度回報率各為2%，但隨後受中國恒大負面消息拖累，9月以下跌2%收盤，第三季回報率為4%。從2020年9月24日開始，內房美元債有數次波動交易時段，當時網上流傳一封疑似恒大集團向廣東省政府發函，要求批准其借殼上市。信中警告稱，若未能趕及在2021年1月31日前上市，將引發該房企的債務違約和系統性風險。該事件引發中國恒大被拋售10-20點子，並蔓延至行業內其他債券部分因此下跌2-5點子。此後，集團宣佈分拆子公司及募資，並成功將863億元人民幣的戰略投資轉為恒大地產的普通股。消息公佈後，債券價格大幅反彈，亦助板塊其他公司在月底前收復部分失地。

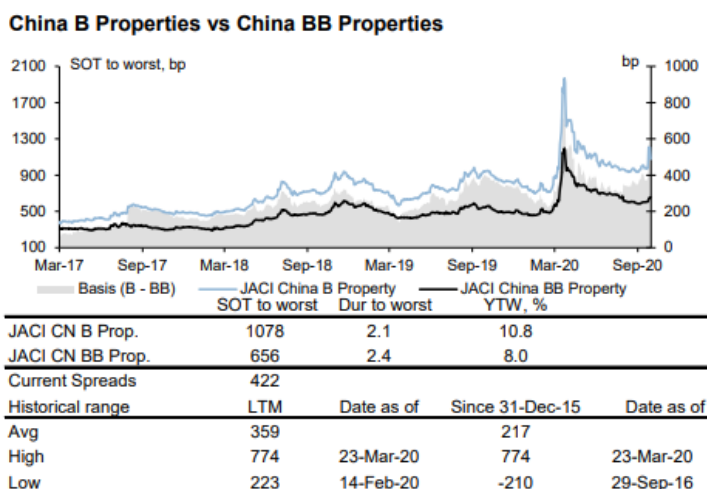
經過9月的波動，摩根大通亞洲信貸指數中國地產高收益指數的最低收益率為9.4%。其中，中國B評級地產債的收益率为10.8%，中國BB評級地產債為8.0%。相對於摩根大通新興市場公司債券高收益指數的6.7%，中國地產高收益指數明顯回升。

我們認為恒大事件仍會為中國地產美元債短期表現帶來一些不確定性。投資者應注意的是，恒大在指數內舉足輕重，佔中國地產美元高收益債券市場的15%，及亞洲高收益企業債券市場的8%。

若恒大失去在岸銀行的支持，或其A股上市計劃被監管機構終止，其債券價格和市場對房地產板塊的情緒或進一步下行。相反，若其信貸狀況保持穩定，且在轉換戰略投資和到期債務再融資方面取得進展，收益率則有望收窄，回到可持續的水平。

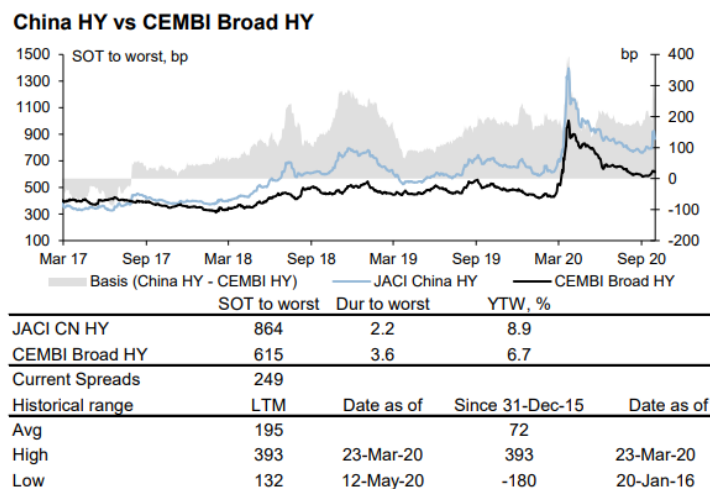
在美國大選前，短期波動加劇，債券質素和流動性仍是我們作出投資決定的首要考慮。我們亦預期二級市場的流動性於第四季下降。交易員更注重收益，不太願意在不確定的經營環境承受風險。因此我們會保留較穩定的利差交易配置，在市場波動性中留意更好的買入機會。

圖6：摩根大通亞洲信貸指數中國B評級地產債與中國BB評級地產債



資料來源：摩根大通，2020年9月30日

圖7：摩根大通亞洲信貸指數中國高收益指數與新興市場公司債券高收益指數



Note: Current prices & spreads as of September 30, 2020. Source: J.P. Morgan

## 中國工業

積極的市場情緒支撐基準指數內的BB和B評級公司。我們認為，隨著國內業務活動改善，市場流動性和公司基本面均助支撐表現。

儘管穆迪下調復星國際的評級，但其新發行的6億美元票據收益率為6.85%，隨後在二級市場收窄至5.7%。追逐收益率的情況也在B評級發行人出現。以中國宏橋為例，其收益率全線收緊1-2點子；一嗨汽車租賃受惠於基礎業務改善以及同業神州租車可能被國企收購的消息，其債券價格反彈10點子。受到遊客復甦乏力及美國博彩業同類型債券交易波動影響，澳門博彩業在第三季略有波動。

受在岸銀行債權人成立委員會，未來可能進行重組的傳聞影響，清華紫光債券下跌超過10點子。北大方正的維好協議正式被重組管理人駁回，揭露背後的法律風險。江蘇南通三建及協和新能源尚未獲得新資金，尋求通過置換債券進行再融資。隨著債券到期臨近，預計會有更多公司採取相同做法。

## 印尼

由於市場上政治和財政前景穩定、BBB評級的新興市場企業債比較稀缺，印尼主權債券繼續受投資者歡迎。印尼主權債券的信用違約掉期從6月底的133基點收緊至9月底的117.5基點。印尼盾於第二季基本穩定，對美元匯率徘徊在14,800水平。然而，隨著財政赤字擴大，印尼央行或與政府分擔，實施更大規模的貨幣寬鬆政策，可能加劇市場對債務貨幣化、貨幣疲軟和通脹上升風險的擔憂。

在主權債層面，印尼將繼續受全球新興市場投資者的青睞，但是疫情再次爆發，令雅加達進入另一輪的封城，零售和房地產銷售仍然低迷，印尼企業信貸前景仍有很大的不確定性。此外，印尼銀行對貸款申請的審查更為嚴格，向企業發放的貸款不足疫情爆發前的30%，令企業再融資更為困難。展望第四季，我們正在監測幾個關鍵的發展。1) 印尼（主要是雅加達）的疫情；2) 銀行對企業的貸款和續貸情況；3) 新煤炭開採許可證的最新發展。

由於當地銀行融資空間有限，我們預測印尼企業將繼續波動。不過，積極來看，一些被評級機構下調評級的企業，雖對與個別信貸相關事件非常敏感，但仍有相當於股票的回報，因此投資機會仍在。

## 印度

印度疫情稍為失控，近期每日新增近9萬宗病例，令其成為僅次於美國的疫情第二嚴重的國家。不過，令人驚喜的是，印度資產繼續吸引全球投資者（尤其是美國的私募基金）。其一例子就是印度最大實體店零售商Reliance Retail，據報該公司受全球頂級投資者的投資。

因此，本季度我們觀察到印度有幾個特殊情況：1) Future Retail：雖陷入困境，但因Reliance Retail 擬收購Future Retail，後者債券價格上升。2) Indiabulls Housing Finance：繼續通過售賣資產及發行新股票獲得新資金，其債券價格亦上漲不少。

我們亦留意到中印關係日益緊張。展望未来，我們認為印度企業債存在許多特殊機會，但我們目前在印度配置比重較低。

## 新興市場主權債券

新冠疫情肆虐，將新興市場負債水平推至新高。約有一半低收入國家和幾個新興市場經濟體已經陷入或很有可能面臨債務危機，債務的進一步上升令人憂慮。在新興市場國家開始從疫情中復甦之際，很多國家可能會遭遇第二波由債務違約、資金流出和財政緊縮引發的經濟困境。二十國集團的「債務暫緩償還倡議」化解了近期的債務危機，國際貨幣基金組織亦向76個國家提供約310億美元的緊急資金，並通過「災難遏制和紓困信託」向最貧困國家提供債務紓緩措施。發展中國家在2021年及以後將需要更多低成本融資。國際基金組織主張主權國家積極處理債務重組，儘快讓私營債權人參與，並控制法律和經濟影響。

在亞洲，穆迪將斯里蘭卡的評級從B3下調兩級至Caa1，因為疫情明顯削弱該國本已脆弱的資金及外部定位。由於政府政策目標不明確，預算赤字亦持續受壓，仍令人擔憂未來幾年能否償債。另一方面，蒙古等國在第三季以5.375%的利率發行6億美元的債券，為期5.5年期。巴基斯坦亦希望儘快推出新的歐元債，緩解短期流動性問題。我們認為國家的財政改革的意願，加上國際貨幣基金組織、雙邊貸款人和債券投資者的資金支援，為其渡過流動性危機的關鍵。

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。

致新加坡投資者：本宣傳檔並未經新加坡金融管理局審閱。Value Partners Asset Management Singapore Pte Ltd公司註冊編號為200808225G。