

2021年1月

## 邁向疫苗推動的經濟正常化

市場觀望疫苗有助經濟增長反彈，2020年底的風險溢價逐漸減少。大規模的政策寬鬆對安撫市場情緒和應對疫情帶來的經濟衝擊而言極為重要。到2021年，疫苗問世、寬鬆的貨幣政策和財政刺激措施將推動全球經濟進一步復甦。

市場的樂觀情緒間中或因憂慮2021年下半年的流動性支持減少及疫苗接種率不及預期而受到影響，導致市況波動。我們認為，由於估值已經上升，這些調整將帶來更佳的投資機會。

區內市場方面，我們認為，亞洲及中國的復甦將更為迅速，表現領先其他市場。由於通脹壓力較低，亞洲的中央銀行很可能維持寬鬆的政策取向。鑑於投資者持續追求高收益，亞洲經濟增長前景較佳及人民幣持續走強，亦利好區內的美元債市場，吸引資金流入。

## 2021年重要的宏觀主題

**疫苗展望對經濟回復增長至關重要：**疫苗的高有效率或會對全球增長復甦構成上行風險。疫苗接種率上升，加上額外經濟刺激方案，或加速全球經濟增長。美國喬治亞州選舉過後，2021年的美國實際國內生產總值由約5%上調至6%。疫苗接種率遜於預期及各地實施新的封鎖措施或令市場失望，但由於疫苗分發被視為全球優先事項，這應僅屬短暫情況。未來數月，市場對經濟增長的預期將逐漸升溫，但亦會觀望美國聯儲局在2021年較後時間會不會出現減少買債的規模。

**利率曲線趨於陡峭：**美國於2020年12月宣佈推出9,000億美元的刺激措施後，喬治亞州選舉結果使當局推出額外刺激措施的可能性增加。10年期美國國庫債券孳息率已升至1%以上的水平，美國的額外財政刺激措施及再通脹壓力將帶動其進一步上升。然而，上升步伐將較為溫和，至2021年年底收益率（Yield）可能由現時的1.1%，擴張至1.25%和1.5%之間。由於基數較低，2021年第二季度的通脹將呈上升趨勢。除非石油價格出乎意料上升，否則通脹在未來1年或維持結構性低企。聯儲局的政策框架以達到2%以上通脹率為目標，因此利率在短期內上升的機會極微。

**被制裁的中國國企呈現風險還是機會？：**美國於2020年11月對31間中國國企實施制裁，並在2020年12月擴大制裁範圍至三大中國電訊公司。鑑於有被指數剔除的風險（摩根大通亞洲信貸指數、新興市場債券指數），這觸發部分中國國企債券遭即時拋售（31間公司中的16個有發美元債的主體）。這16個主體佔摩根大通亞洲信貸指數3.7%。根據我們估計，中國科企如騰訊及阿里巴巴的債券佔摩根大通亞洲信貸指數約2.5%，最近美國未有限制美國公民投資中國科企亦短暫提振市場氣氛。然而，市場的目光轉向中國三大石油公司，或成為下一個制裁目標，共佔摩根大通亞洲信貸指數約2%。

美國投資者獲准在2021年11月11日前出售該16個主體的債券持倉，因此短期內的技術走勢應仍會受壓。不過，由於債券的估值下跌，而相關措施對這些公司的基本因素的影響有限，這些債券或最終由美國投資者易手至中國投資者。其中，由於其收入有部分來自美國，一家中國國營化工企業的收益曲線息差擴闊的情況嚴重（自2020年11月以來約為100個點子，10年期債券收益率約為4.5%）。儘管我們預期，拜登（Joe Biden）上任後美國將不會在對華立場上改轍易轍，但我們預計新政府將採取更可預測的方針處理美中關係，減低中國美元債券市場的整體風險。

**中國增長亮麗，信貸增長減弱，應不會構成重大風險：**受出口及本地消費帶動，中國經濟增長強勁復甦，2021年約為8%（2020年為2%，2019年為6%）。隨著增長上升，中國的信貸增長將同時下跌。然而，要控制再融資風險，金融穩定性的焦點應落在控制在岸違約率及維持在岸收益率穩定之上。整體而言，監管措施收緊將持續推動房地產行業去槓桿化及信貸差距擴大，應能進一步穩定發展商的信貸質素，中期而言將支撐其債券表現。

## 估值

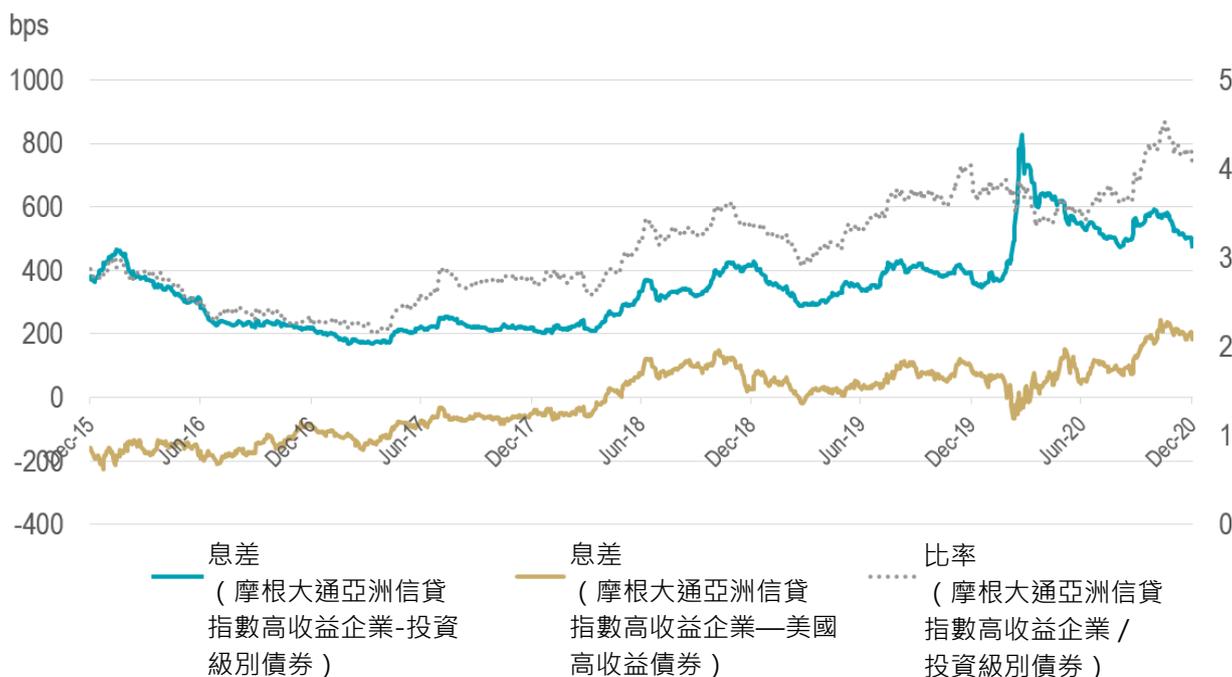
2020年，摩根大通亞洲信貸指數綜合回報為6.3%，摩根大通亞洲投資級信用指數及摩根大通亞洲高收益信用指數分別上升6.9%及4.9%。我們認為，2021年的亞洲高收益債券的相對價值較投資級別債券為佳。亞洲高收益債券的信貸息差過去5年的估值低約1個標準差（見圖1），從總回報及利差收益的角度來看較為理想。亞洲高收益債券相對亞洲投資級別債券的溢價為477個點子，相對美國高收益債券的溢價為184個點子，意味息差有收窄空間（見圖2）。較為正面的疫苗發展及進一步財政刺激措施使美國長期國庫債券收益率有可能上升，這會對亞洲高收益信貸的影響較微，因為它的久期較亞洲投資級別債券短一半。

圖1：摩根大通亞洲信貸指數（高收益企業債券）息差



資料來源：摩根大通

圖2：摩根大通亞洲投資級信用指數與摩根大通亞洲高收益信用指數及美國高收益債券指數



資料來源：摩根大通

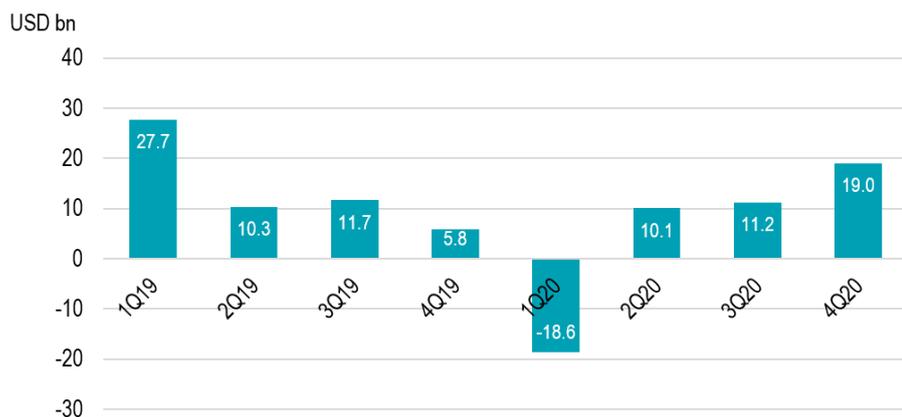
摩根大通亞洲投資級信用指數2020年底的息差收報156個點子，較美國投資級別債券高60個點子。摩根大通亞洲投資級信用指數現時息差等同5年平均值，較2020年3月高位回落46%。儘管估值較高收益債券為高，我們認為被制裁中國國企仍有多個投資機會。我們不能排除印度主權評級被下調的可能，但預期增長及消費情況會逐步改善。亞洲信貸表現穩健，能充分應對疫情帶來的挑戰。2020年，由於該市場由國企主導，加上各國政府有支持措施，超過97%亞洲投資級別債券能夠維持投資評級，這趨勢將持續至2021年。我們認為，投資級別債券估值已達合理水平，故出現誤差的機會不小。

摩根大通亞洲高收益信用指數2020年底的息差收報634個點子。摩根大通亞洲高收益信用指數息差仍處於自2016年以來的第81百分位數，並較2020年3月高位回落43%。預期2021年的亞洲信貸違約率約為3%（2020年：2.7%），與全球及過往相比維持低企。重要的是，我們認為較易受違約影響的亞洲債券已在其價格反映有關風險。由於再融資週期受控，加上我們看好質素較佳及具流動性的指標債券，我們認為亞洲高收益信貸息差有收窄空間。

**美元債券發行量上升：**2020年的亞洲債券發行量創出新高（總發行量：約3,100億美元；淨發行量：約1,100億美元），並集中於高評級公司債券。隨著中國政府在2020年下半年因增長上升而收緊寬鬆政策，在岸收益率相對離岸債券的收益率有所上升，促使部分中國發行商轉向美元債券市場。低收益環境使投資級別債券發行商能以較低成本延長債券組合的期限。這或許亦會增加投資級別債券對美國利率風險的敏感度，但亞洲投資級別債券存續期較美國同類債券短（6年相對9年），因此將能更好地應對風險。另外，贖回量上升抵銷了2021年發行量上升的趨勢，下半年應有大量債券贖回，並在2022年達至高峰。我們預期2021年的淨供應量將大致持平。

**新興市場基金資金流向：**資金持續穩定流入新興市場，2020年第四季度流入新興市場美元計價債券的資金達181億美元（見圖3），全年累計資金流入達220億美元，較5年平均資金流入的380億美元為低。已發展市場債券方面，美國投資級別基金錄得強勁資金流入，達556億美元；而美國高收益基金的資金流入較少，僅有61億美元。

圖3：新興市場美元計價基金資金流向



資料來源：摩根大通

## 2021年首季度部署

美中關係靠穩、寬鬆的中央銀行政策及亞洲的違約率受控應持續吸引資金流入亞洲債券。我們採取「槓鈴策略」（Barbell strategy），透過以下的債券尋找價值：1) 估值較低的BBB評級債券（例如被制裁的中國公司）；2) 基本因素強勁、息差合理地高於BB評級債券的穩健B評級房地產債券；及3) 對大市敏感度（Beta）較高兼且信貸指標不斷改善或具重新評級潛力的B評級房地產債券。美中關係靠穩及海外投資組合的資金流入應鞏固人民幣強勢。我們認為，2021年首季度提供增持人民幣債券的良機。

## 亞洲行業觀點

### 中國在岸債券市場

雖受疫情打擊，中國是首個遏止疫情的國家，經濟迅速復甦。2020年首季度的在岸信貸收益率下跌，並在4月開始顯著回升，上升趨勢持續至同年末季度。由於人民幣的升值預期增加，資金顯著流入在岸債券市場。至年底，全球投資者持有超過9.7%中國政府債券，高於2019年年底之8.5%水平。

在岸違約率與離岸債券市場之間的相關性高，因為美元債券發行商同時在兩個市場籌集資金。永城煤電在2020年11月的違約出乎意料，導致大規模拋售及在岸信貸息差擴闊。較弱國企或地方政府融資平台的在岸及離岸債券以及相關信貸的投資氣氛受挫。然而，長遠而言，我們認為這些事件將不會對一些優質的信貸主體構成任何重大影響。

我們認為，中國的貿易順差、更多債券納入指數引入外資，以及與美國相差較高的利率差距（較美國高200個點子）均是利好人民幣升值的因素。富時羅素將在2021年10月把中國政府債券納入旗下世界政府債券指數（World Government Bond Index, WGBI）。隨著政府債券已經納入指數，我們將留意海外資金對於配置中國企業債的興趣。整體而言，我們預期在岸貨幣政策相當可能在短期內維持中性或寬鬆。我們認為，2021年首季提供增持人民幣計價債券的良機。

最後，我們估計到期信用債總額將在2021年微升後逐步回落。其中，國企及地方政府融資平台佔大部分到期信用債總額。雖然在岸信貸市場正在復甦，但國企違約的餘波尚未完全消除。部分較優勢的信貸主體亦在市場拋售期間受到波及，我們認為目前情況提供入市良機。

## 亞洲投資級別債券

亞洲投資級別債券方面，美國總統特朗普於2020年11月12日簽署行政命令，禁止美國人士買賣由任何「中國共產黨軍方公司」發行的公開交易證券或衍生產品。禁令在2021年1月11日生效。市場憂慮指數會否剔除被制裁的證券，及對美國人士購買個別中國企業的潛在限制，觸發投資者拋售中國國企證券。中國最大型石油集團之一的債券息差在2020年第四季度擴闊8至57個點子（平均擴闊21個點子），而先前提及的一家中國國營化工企業之債券息差則擴闊13至90個點子（平均擴闊62個點子），短期內的技术走勢或持續受壓。但這些債券有望在2021年帶來良好回報，我們將繼續密切關注。

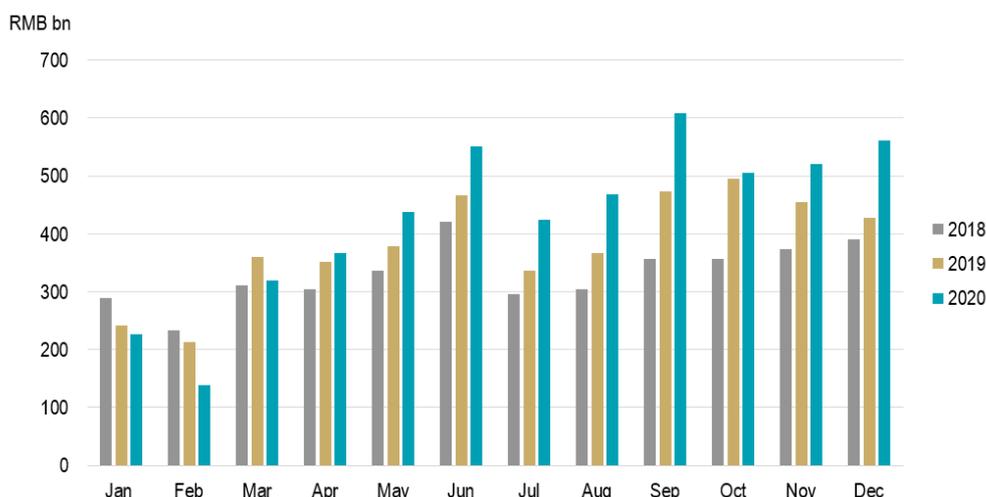
印尼及印度投資級別債券息差收窄，為52個點子及80個點子，是季內主要超額回報來源。這類債券的淨供應低，加上投資者避開制裁風險而傾向尋找中國以外的投資機會，推動印尼及印度投資級別債券的技术走勢維持強勁。然而，經過季內的升浪後，加上印度的主權評級被下調的風險，該國的投資級別國企債券估值偏貴。

展望未來，我們預期首季度的亞洲投資級別債券供應將會高企，利率前景波動使我們對長期債券保持審慎。

## 中國房地產

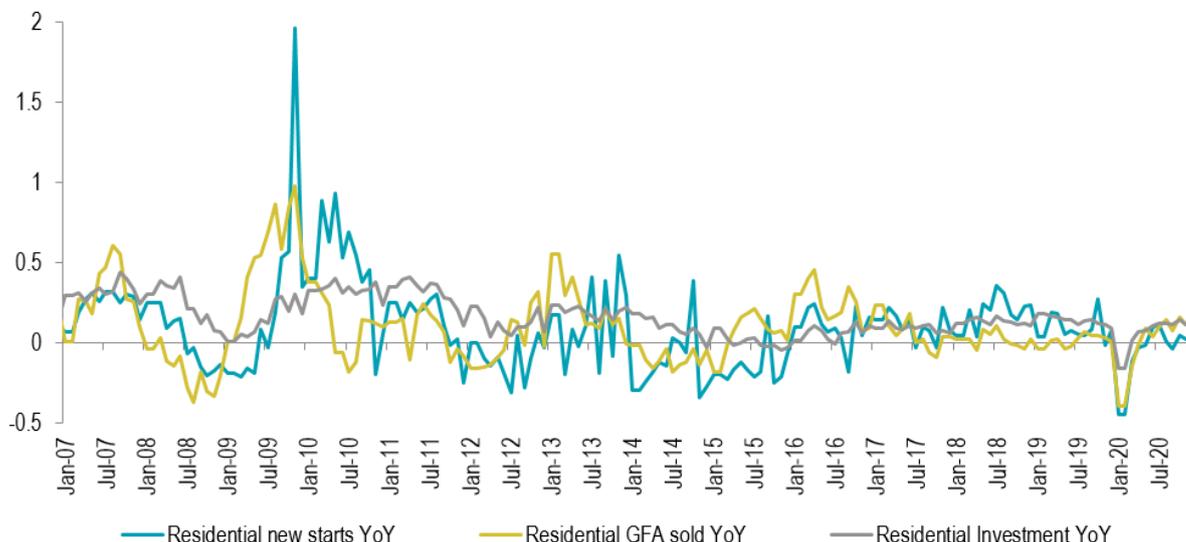
**基本趨勢：**根據我們追蹤的29家上市的中國發展商信貸主體，銷售合同總額自2020年次季回升，末季按年上升15%（同年三季度按年上升26%；次季按年上升13%）。較寬鬆的信貸環境，加上置業需求逐步釋放，全年合同銷售總額按年上升12%（2019年上升15%）。這些發展商表現持續領先全國整體表現。截至2020年11月，全國住宅銷售總額按年上升2%，而由於疫情影響建屋量，新開工去化率總額按年下降3%。不過，庫存月數自2020年3月起迅速回復正常，展示了發展商在加快銷售及改善銷售率的能力。

圖4：29家上市發展商的每月合同銷售總額



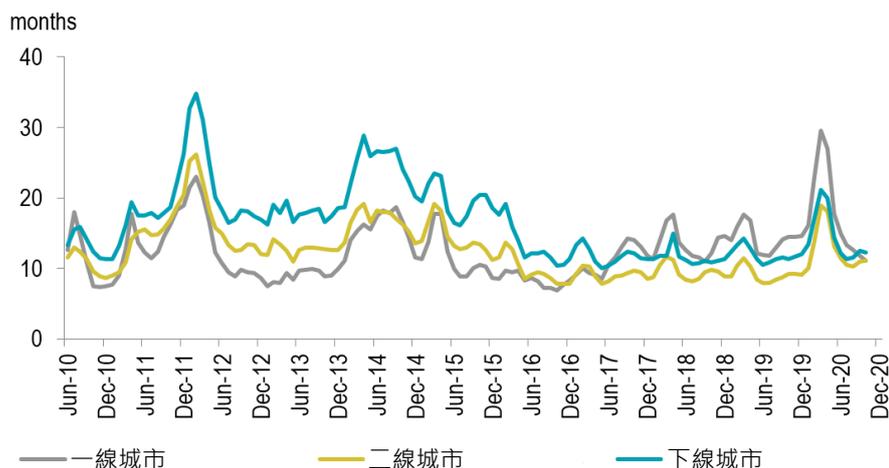
資料來源：公司披露

圖5：新開工住宅數量與已售出樓面面積



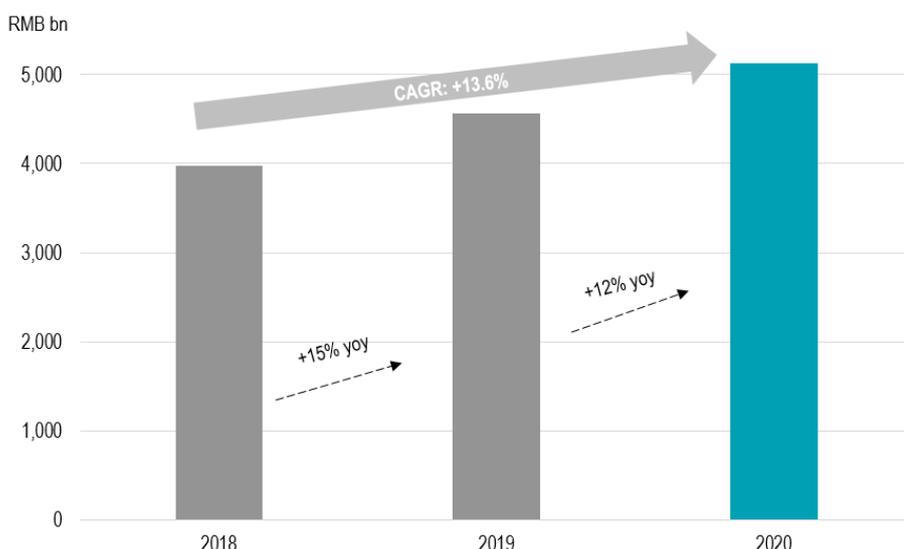
資料來源：瑞銀

圖6：按城市等級劃分的庫存月數



資料來源：瑞銀

圖7：29家上市發展商的每年合同銷售總額



資料來源：公司披露

**政策：**中央經濟工作會議在2020年12月舉行，當中與房地產行業相關的幾個政策訊息包括：1)強調「房住不炒」；2)「三道紅線」規則促使房地產發展商減少槓桿，並控制每年的債務增長介乎於0-10%之間，政府對債務違約的容忍度低，應不會觸發房地產行業的系統性風險；3)當局將增加土地供應並加強對物業租賃市場的監管。

中央政府在2020年下半年收緊房策，或於延續政策方向至2021年，市場正憂慮信貸收緊會放慢預售房屋銷售，減低發展商在資金方面的緩衝，我們認為有關政策更針對部分過熱市場，但對行業的長線發展有利。由於人行對發展商及銀行滿足相關收緊政策的要求有一些合理的時限，發展商將會重視遵守財務紀律，提高營運效率，短期內改善債務結構。

長遠而言，措施有助發展商在低增長環境仍然保持信貸質素。信貸質素較佳的發展商一般擁有市場領先地位，並以積極的態度管理負債，這些條件均幫助這些龍頭企業渡過市場週期。面對高地價和利潤輕微收窄，發展商將更專注於不同城市等級的部署。

**發債及再融資需求：**中國的發展商把握較低的借貸成本發債，僅在2021年首週便發行約70億美元的債券。由於投資者持續追求收益，相關債券超額認購7至8倍。此外，特別是較優質及評級較高的房地產發行人，尋求延長債券到期日，及其進一步減低資金成本。我們估計，房地產行業在今明兩年分別有約400億美元的債券贖回。鑑於有「三道紅線」的要求，我們預期發展商將更重視財務紀律、現金流和負債管理多於業務增長。銷售輕微增長、穩定的在岸收益率及較低的離岸收益率應有助紓緩該行業在2021年的再融資壓力。國家發改委僅容許債券再融資，相關規定或令債券的淨供應量少於2020年的水平。

圖8：中國房地產發展商淨發債量放緩

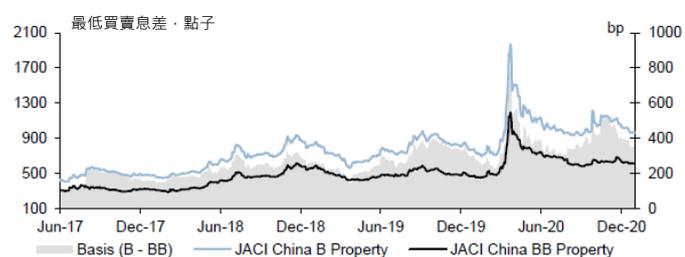


估值：中國房地產美元高收益債券在2020年表現波動，至年尾的總回報理想，達9.3%。儘管該類債券在3月曾經大幅波動，及後在次季顯著復甦，上半年回報為2.3%。不過，受9月底的恒大事件和11月的拋售事件（一家上市的中國房地產公司和一家在上海設總部的發展商）拖累，板塊出現調整，其後在年底收復失地，僅在末季便錄得5.1%的回報。中國房地產美元高收益債券表現一直領先亞洲高收益債券，亦領先全球同類債券，即摩根大通新興市場高收益企業債券廣泛多元指數（6.6%）及美國高收益債券（7.1%）。

經過2020年的強勁表現，摩根大通亞洲信貸指數中國房地產高收益債券的收益率為8.5%，B評級中國房地產債券收益率為9.3%，而BB評級中國房地產債券收益率則為7.8%。截至2020年12月31日，B評級中國房地產債券與BB評級中國房地產債券的債券息差差距為351個點子，仍處於2017年觸底後或2020年初期的較高水平。與此同時，中國房地產美元高收益債券相對摩根大通新興市場高收益企業債券廣泛多元指數仍能提供323個點子的息差，收益率為5.9%。由於估值吸引和全球低收益環境下，我們預期全球投資者及私人銀行客戶對這類債券的需求將維持強勁。

圖9：摩根大通亞洲信貸指數B評級與BB評級中國房地產債券（截至2020年12月31日）

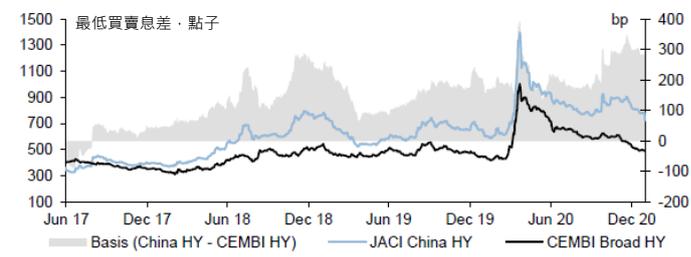
中國B評級房地產債券與中國BB評級房地產債券



	最低買賣息差	最低存續期	最低收益率 (%)	
JACI CN B Prop.	963	1.7	9.3	
JACI CN BB Prop.	612	2.0	7.8	
現時息差	351			
歷史區間	最近12個月	截至	自30-12-16	截至
平均值	380		256	
高位	774	23-3-20	774	23-3-20
低位	223	14-2-20	56	8-2-17

圖10：摩根大通亞洲信貸指數中國高收益企業債券與摩根大通新興市場高收益企業債券廣泛多元指數（截至2020年12月31日）

摩根大通亞洲信貸指數中國高收益債券與新興市場高收益企業債券廣泛多元指數



	最低買賣息差	最低存續期	最低收益率 (%)	
JACI CN HY	726	1.9	7.7	
CEMBI Broad HY	488	3.4	5.9	
現時息差	238			
歷史區間	最近12個月	截至	自30-12-16	截至
平均值	220		127	
高位	393	23-3-20	393	23-3-20
低位	132	12-5-20	-89	20-6-17

註：現時價格及息差截至2020年12月。

資料來源：摩根大通，2020年12月31日 註：JACI CN B Property及BB Property分別指摩根大通亞洲信貸指數中國B評級和BB評級房地產債券；JACI CN HY代表摩根大通亞洲信貸指數中國高收益債券；CEMBI Broad HY代表摩根大通新興市場高收益企業債券廣泛多元指數

與此同時，我們預期離岸市場將受國家發改委規例影響，持續受惠於較低的淨發債量，以及來自全球投資者的強勁資金流入。因此，我們認為這些債券的回報較高：1)基本因素強勁、息差合理地高於BB評級債券的穩健B評級債券；及2)大市相關度較高兼且信貸指標不斷改善或具重新評級潛力的B評級債券。

## 中國工業

疫苗及再通脹的前景使整體投資氣氛向好，帶動中國的非房地產高收益債券在2020年第四季度末上升。商品債券在年初遭拋售，但能於同年的最後一季收復大部分失地。同季度，澳門博彩業受遊客入境限制影響，博彩的總收入未如理想，債券在2020年10月遭到拋售，其後跟隨大市回升。另外，一家位於山東的化工企業完成債務重組，以出售資產所得資金向離岸債務持有人提出以63美仙購回債券，由於美元債持有人在公司出售美國資產時有較大優勢，是次重組過程中，離岸債券持有人的待遇優於在岸的債權人，屬罕見例子。

當局正在收緊在岸融資，我們將對這類債券維持審慎的取態。

## 印尼高收益信貸

投資者積極尋找收益及分散投資的機會，印尼信貸在年底獲市場青睞。油價及煤價回升，帶動商品債券表現。雖然面對疫情的不利因素，印尼高收益美元債券的違約率相對較低（全年僅錄得1宗違約），大部分發行商能把握2020年首季強勢，延續其債務組合的到期日。

在2020年末季，幾家高收益債券發行人完成負債管理，包括：1)一家印尼的綜合房地產發展商以2021年及2022年到期的美元票據交換新的2024年及2025年到期的美元票據；及2)一家以印尼作為總部的船務公司以現金購回價值1.23億美元的2023年到期美元票據。

我們預期，在美元走弱及供應有限的環境下，印尼高收益債券將在2021年受到充分支持。疫苗面世及煤價走強亦有望逐漸改善印尼高收益債券發行商的基本因素。

## 印度高收益信貸

印度高收益信貸在2020年最後一季大致靠穩。可再生能源企業主導債券表現的走勢，由於這些企業受惠於大量補貼，疫情對整個行業的影響較輕微。鋼鐵公司債券方面，本地需求改善，利好鋼鐵生產商。政府對進口鋼鐵徵收反傾銷稅為行業提供保障。非銀行金融企業方面，印度儲備銀行向市場注入流動性，加上來自知名私募基金投資（例如Apollo及Oaktree投資印度第二大的房貸公司），穩定了這些企業的前景。

最後，印度主要石油及鋅金屬生產商有超過40億美元未償還債券，相關的債券極為波動，該公司在2020年12月因其為短期到期債券再融資的不確定性而被穆迪下調評級至Caa1評級。受石油、鋁及鋅價格的強勁勢頭帶動，該公司在2020年12月發行新債，以償付大部分在2021年6月到期的美元債券。

展望2021年，印度高收益債券的存續期較長，對美國利率也較敏感，我們對此板塊的看法較為審慎。

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。