

固定收益季度投資展望 2021年第四季度



估值扭曲，審慎選債

通脹預期是主導因素

隨著財政刺激措施和低基數效應逐漸減退，2021年第三季經濟增長進一步呈現正常化。然而，由於供應鏈持續短缺和能源價格高企，環球通脹仍會是未來幾個季度市場關注的議題。美國疫苗接種率上升所釋放的抑壓需求與潛在的工資增長，將可能加劇通脹憂慮。我們預計供應鏈問題可望在2022年獲得解決，從而紓緩部份通脹壓力。因此，市場很可能維持對聯儲局逐步加息的預期。現時，美國十年期國債收益率約為1.5%，預期在2021年底之前仍有窄幅上升空間，但我們認為漲幅將遠低於2021年3月時的極端走勢。儘管美國財務狀況收緊，但在環球流動性充裕，且負收益債券規模龐大(11.7萬億美元)的市況下，投資者尋求更高收益資產的需求將持續。

中國政策成為焦點

中國政策變動是第三季市場波動的主要因素，這與我們在前一季度展望中的預期一致。隨著政府將控制金融風險和槓桿作為首要任務，信貸增長將持續低迷。不過，我們預期信貸收縮快將見底，未來幾個季度將出現輕微反彈。經濟增長勢頭放緩及中國央行希望維持流動性的目標，應會限制

十年期中國國債收益率(現時為2.9%)大幅上升的空間。此外，海外資金持續流入在岸債券市場和強勁的出口貿易，應能緩和人民幣的週期性風險，並有助穩定整體亞洲美元債券市場的表現。

中國央行近期的表態也淡化了市場對通脹的憂慮，同時，央行利用其他貨幣措施來維持流動性穩定的做法，也降低了進一步下調存款準備金率(「降準」)的預期。房地產方面，隨著更多土地流拍和房地產銷售下降，中國央行在多個城市引導銀行恢復發放房地產按揭貸款，以確保該行業的健康發展。

另一方面，市場有消息指出，住房和城鄉建設部正起草規定，以加強對房地產發展商預售資金的監管。我們認為這可能會降低房地產發展商的可使用資金靈活度，預期在全國範圍內推出的房產稅或會進一步影響市場氣氛。總括而言，我們認為政府會在貨幣及財政政策上保持緊縮立場，但也會進行微調，以避免恆大危機擴散至其他行業和引致系統性風險。市場將關注11月初的政治局會議上，會否釋放進一步放鬆貨幣政策的訊號。

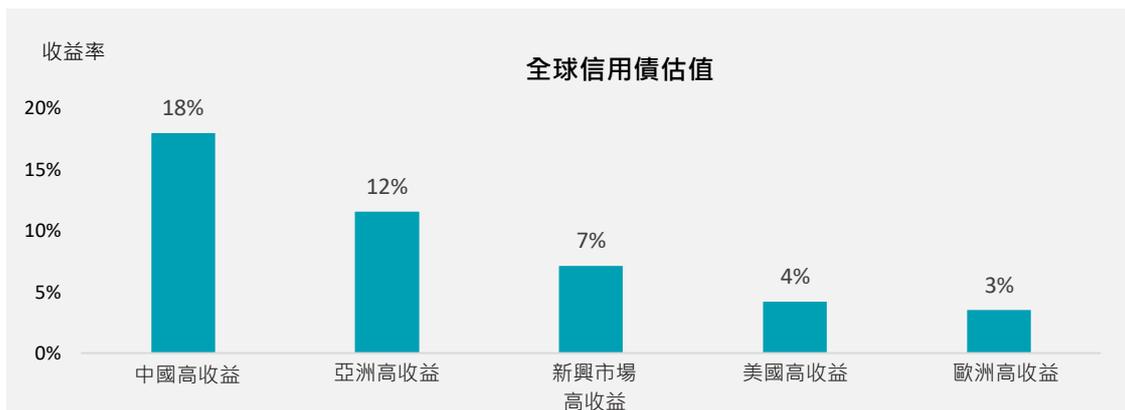
由於政策和特殊風險將很可能繼續存在，在2021年的餘下時間，我們仍然會聚焦信貸質素。隨著新冠疫情威脅的減退，亞洲經濟正穩定復甦。另外，由於持續上漲的美國國債收益率仍然對亞洲投資級別債券構成壓力，尤其是在信貸息差偏窄時，我們更偏好存續期較短的債券。中國高收益債券的息差較過去5年平均值高約5個標準差(圖一)，反映定價已納入許多政策風險和行業整合因素。透過我們的主動管理和由下而上的投資方針，我們專注於尋找「存活者」，但目前估值被低估且基本面對穩健的債券(圖二)。我們相信在新興市場中，這類債券具吸納的價值。由於中國房地產行業正經歷整合和控制槓桿，這應有助鞏固其長遠信貸情況。

圖一：中國高收益債券息差較過去5年均值高約5個標準差



資料來源：摩根大通亞洲信貸指數、彭博指數，截至2021年10月18日

圖二：中國高收益債券估值錯位



資料來源：彭博指數，截至2021年10月18日

亞洲債券表現

第三季度，摩根大通亞洲投資級信用指數（「亞洲投資級指數」）息差因美國利率走勢持平而變化不大，而摩根大通亞洲高收益信用指數（「亞洲高收益指數」）則因一般風險規避和特殊事件而擴闊180個基點。相應地，季內亞洲高收益指數(-5.7%)的回報低於亞洲投資級指數(+0.4%)。從行業分類看，大宗商品債券和高收益主權債券的回報高於房地產債券，因後者受到中國政策收緊和違約率上升的影響。

從國家分類，受監管風險較高影響下，中國（在摩根大通亞洲信用指數或「JACI指數」中）的表現落後（年初至今錄得-2.7%，權重為48.1%），其次是由於印尼債券存續期較長（年初至今錄得-0.7%，權重為10.8%），因此較容易受到美國利率變動帶來的影響。相反，由於大宗商品價格上漲，印度債券的表現比較理想（年初至今錄得2.9%，權重為6.7%）。儘管市場波動性和贖回壓力上升，但由於總體上資金流入，亞洲債券的需求在今年大部份時間內得以維持強勁（圖三）。

行業觀點

中國在岸債券市場

7月初降準，加劇了市場對中國下半年經濟下滑的憂慮。第三季度，十年期中國國債收益率下降21個基點至2.8%。此外，對房地產和地方政府融資的監管尚未放鬆。我們認為，中國央行在第四季度進一步下調存款準備金率或未能順利進行，貨幣政策可能只聚焦邊際寬鬆。但是在經濟增長前景放緩的情況下，我們不能完全排除降準的可能性。

美國國債收益率上升正影響中國債券市場的表現。然而，我們認為，這影響市場氣氛多於實際資金流。儘管中美債券收益率差距縮小至130個基點（2021年初時曾超過

圖三：新興市場美元債券基金在2021年大部份時間錄得資金流入



資料來源：EPFR數據，截至2021年9月30日

200個基點)，但海外資金有望繼續穩健流入中國債券市場。我們預計第四季度政府將發行更多債券，但會給市場消化。僅憑這因素，應可壓抑債券收益率的上行壓力。

在岸債券方面，企業信用債券發行量與去年同期相約。由於2018年4月開始實施新資產管理規定，金融債券的發行量大幅減少，該規定要求所有理財產品的價值，須依市場公允價值法而非攤銷成本法計算，進而影響總體投資者需求。現時金融債券的走勢應會持續到年底，企業債券的收益率曲線應保持穩定。

亞洲投資級別債券

第三季因美國利率走勢平穩和信貸息差相對偏窄，亞洲投資級別債券錄得0.4%回報(2021年上半年為-0.5%)，反映債券的評級下行風險相對低。華融獲政府救助，中國投資級別債券息差在第二季收窄。國有企業對華融注資500億元人民幣和出售500億元人民幣資產的計劃應能緩和部份憂慮情緒。在中國以外，印尼的信貸規模加速增長，為宏觀經濟發展提供支持，大宗商品價格上漲也帶來助力，縮窄印尼的經常帳赤字規模。儘管聯儲局言論偏鷹，但這些因素為印尼盾提供支持；印度的主權信用評級下調風險降低是另一個亮點。

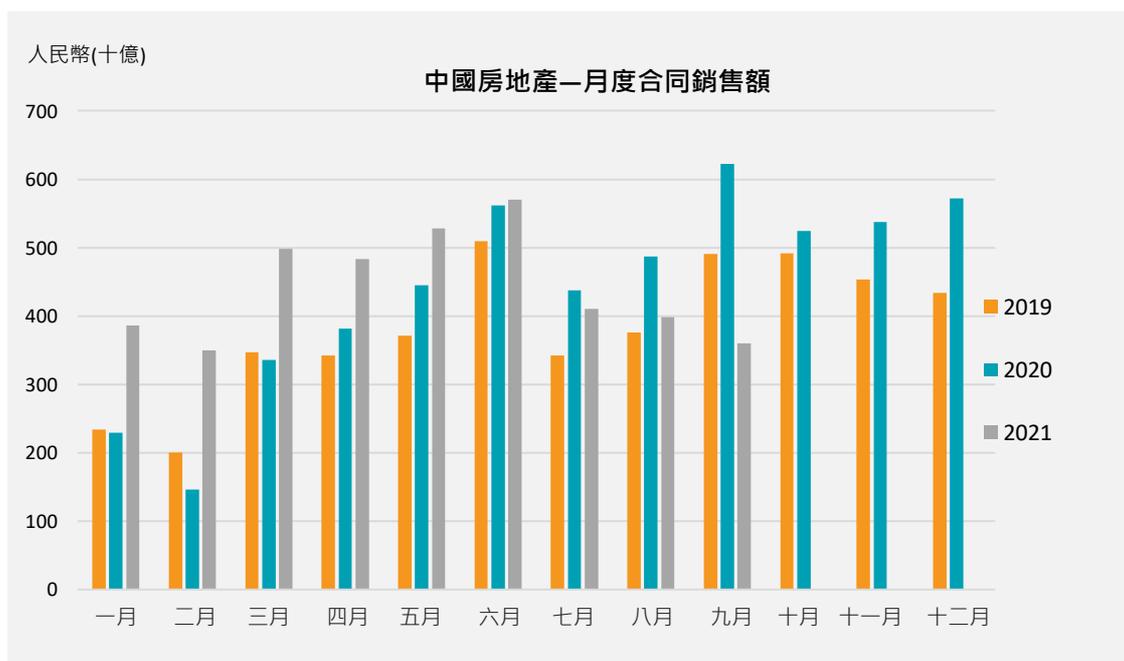
總括而言，美國國債收益率上漲和中美貿易關係緊張仍是亞債市場主要隱憂。提前再融資可能會增加債券發行量，而這將被市場消化。我們認為，在利率波動和新興市場資金外流的情況下，亞洲投資級別債券信貸息差可能會開始擴闊。我們對亞洲投資級別債券維持較低的配置，並偏好存續期較短的債券。

中國房地產債券

「三道紅線」政策收緊房企的融資渠道，同時，集中賣地政策導致地價居高不下，令土地流拍增加。第四季度，整體房地產銷售可能更趨疲弱，一線以外城市的樓價也可能持續低迷。這些因素均可能促使政府推行一些邊際寬鬆政策，但我們認為推出廣泛的寬鬆政策機會不大。儘管如此，我們認為從長線來看，人口規模持續擴大的城市，在剛性需求下將可支持房地產銷售增長。

由於整體政策趨緊、較少的樓盤推售，以及恆大危機均削弱市場氣氛，在我們追蹤的28間中國房地產中，第三季度合同銷售額增長幅度按年下降約20%(2021年9個月：按年上升9%)(圖四及圖五)。大部份發展商已實現全年銷售目標約70%，預計第四季度會推出更多樓盤。我們相信，在房地產按揭小幅放鬆和具有充足的可供銷售貨源的條件下，本年度的銷售目標是有機會實現的，這也是產生現金流的重要來源。

圖四：月度合同銷售額



資料來源：28間上市中國發展商的公司數據，截至2021年9月

第三季度，因政策風險上升，房地產高收益債券回報錄得15%跌幅(年初至今跌幅為17%)。除了恆大危機，花樣年10月初的違約事件也讓市場氣氛變得更為謹慎。投資者擔憂出現更多違約事件，特別是小型房地產發展商或依賴離岸債券市場融資的房地產發展商。如債券市場持續關閉，部份房地產發展商可能會選擇債務交換或透過出售離岸資產籌集資金。我們認為，現時價格已經反映了許多下行風險和無政策放鬆的預期。

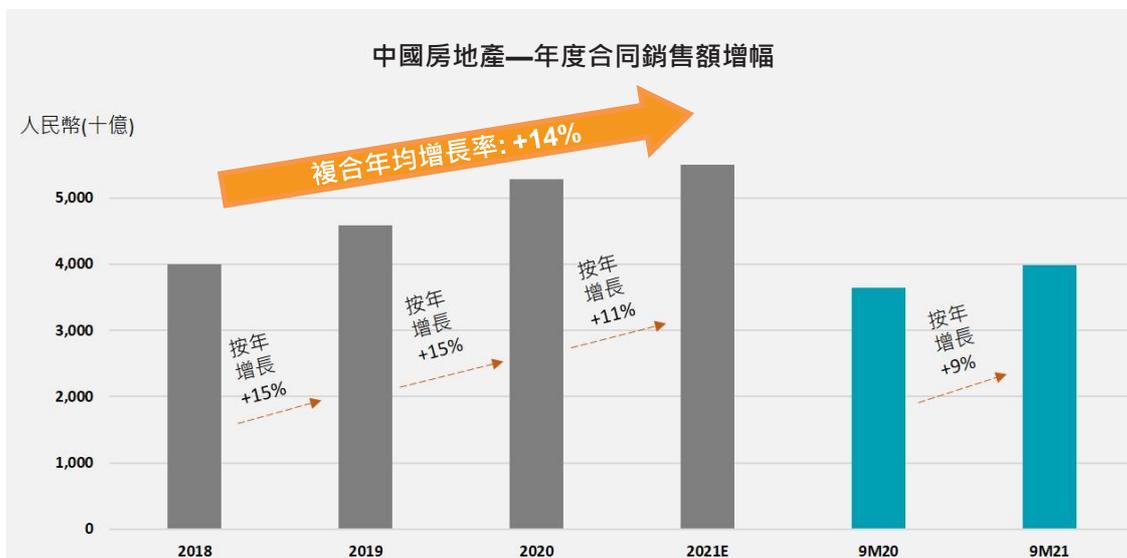
隨著信貸差異化持續，我們專注於尋找被「存活者」、但目前估值處於非常吸引且基本面穩健的債券，同時也偏好於年底前短期再融資需求較低的房地產發展商。我們估計我們所覆蓋的發展商，於今年第四季度和明年第一季度的美元債券再融資需求分別為50億美元和90億美元，人民幣債券需求分別為70億美元和80億美元，再融資壓力依然較重。中期而言，我們更關注挑選土地儲備質素較好、銷售執行能力強、現金回收率健康、資產負債表外負債較少的房地產發展商。總體來說，我們減持了一些房地產比較倚重離岸債券市場和土地儲備可支持開發年期較短的相關持倉。

澳門博彩債券

澳門博彩債券第三季總回報為-3%(年初至今-0.9%)，主要受中國高收益債券市場情緒疲弱、復甦速度未如預期以及監管不確定性的影響。長線來看，儘管博彩特許權不續期的風險低，但政府的干預程度亦會對行業前景產生另一層面的影響。大部份博彩公司均保持足夠的流動性緩衝，應可避免債券價格和信用評級出現重大調整。我們並無博彩相關持倉，因債券短期回報可能有限，特別是博彩總收入未見明顯復甦，現時行業收入僅為新冠疫情前水平的30%。

九月中旬，澳門特區政府宣佈將展開為期四十五天的公眾諮詢，至十月底為止。除了特許權續期，正考慮的事項亦包括於博彩公司指派政府代表，提升本地居民股東在公司資本佔比，以及批准派發紅利等。政府仍需要兩至三個月的時間才能完成草案，然後提交立法會審議。

圖五：2021年9個月合同銷售額按年增長9%



資料來源：28間上市中國發展商的公司數據，截至2021年9月

大宗商品債券

第三季度，金屬和採礦業高收益債券的回報為2.3%，年初至今的回報為9.6%，優於JACI高收益指數。進入2022年，環球大宗商品需求將保持強勁。美國和歐洲的一籃子財政刺激措施，以及中國第四季度對基礎設施投資的推動，應會刺激需求。這會提高大宗商品企業的EBITDA，並助其建立流動性緩衝。我們留意到，短期內出現巨大的供需失衡的機會較微，除非中國在基礎建設和房地產等的投資增長持續大幅放緩。我們繼續投資於相關債券以分散風險。

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。本文包含之部份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。

主權高收益債券

受斯里蘭卡和巴基斯坦主權國債的影響，主權高收益債券第三季度回報為-1.5%（年初至今回報為8.2%）。由於巴基斯坦與國際貨幣基金組織(IMF)，仍在商討該國提高電費及徵收額外稅項等措施，對於前者獲得IMF提供的10億美元資金仍存在不確定性，投資者亦對斯里蘭卡外匯儲備的急劇縮減感到憂慮。近期有消息指，斯里蘭卡正與阿曼和卡塔爾展開磋商，希望分別從兩國獲得36億美元和10億美元的石油信貸。對斯里蘭卡而言，我們認為信貸狀況仍有變數，未來18個月，該國管理短期債務的能力仍令人存疑。

關注我們



香港總部：
惠理基金管理香港有限公司

香港中環皇后大道中99號
中環中心43樓

電話：+852 2143 0688
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

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

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

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

倫敦辦事處：
Value Partners (UK) Limited

16 Berkeley Street,
London W1J 8DZ,
United Kingdom